

2022

房地产企业共益债投资 实证研究报告

北京市炜衡律师事务所
专项研究课题组



炜衡律师事务所
W&H LAW FIRM

序言

基于“二十大”的胜利召开，中央经济工作会议关于“保交楼、保民生、保稳定”的精神，2023年伊始，国家各项方针政策不断发力，全国范围内持续推动“保交楼”工作的进行，共益债融资作为化解房企资金断裂风险的方式之一，有望成为下一个律师行业的热点领域。炜衡律师有幸参与了第一批“保交楼”项目，其团队课题组基于宝贵的项目经验和创新实战，经过深入研究与精心筹备完成了这本《房地产共益债融资实证研究》报告，初翻这本研究报告时便觉翰墨余香，文图俱佳，能在这本调研报告付梓之际，受课题组之邀作序，与荣有焉。

抱真唯守墨，求用每虚心。经过近二十余年的奋斗与发展，炜衡破产与重整业务部门始终专注于破产法律制度的研究和学习，结合破产与重组案件的实务操作，在破产与重组理论研究与实务开展方面进行了积极的探索和不懈努力。刘丹律师团队课题组所作的《房地产共益债融资实证研究》，从研究方法、体例结构以及内容上对房企共益债的理论基础、实务难点及实操要点进行了深入透彻地阐述与分析。

凭君更研究，何啻直千金。回神凝光，真诚地希望《房地产共益债融资实证研究》能够成为政府、法院、房企共益债融资领域中的“华山论剑”之地，在“保交楼”实务工作中，越来越多的行业同仁与时俱进，参与各方进行交流与探讨，对破产房企共益债融资实践与理论研究贡献一份力量。

是为序。

二〇二三年一月三十日



目 录

引 言	7
第一部分 房企共益债投资案例样本的实证分析	10
第一章 房企破产共益债融资案件的基础数据统计	10
一、研究样本的介绍	10
(一) 样本来源	10
(二) 样本范围	10
二、房企破产共益债融资案件的基础数据统计	11
(一) 企共益债融资案件各年数量统计	11
(二) 房企共益债案件的地区分布	12
(三) 房企共益债融资案件的法院层级分布情况	13
(四) 房企共益债融资的投资规模	13
(五) 房企引入共益债的所在程序类型	15
(六) 房企共益债的用途分类情况	15
(七) 房企共益债融资的政府参与情况	16
(八) 房企共益债融资方式统计	17
(九) 房企共益债融资的招募结果	18
(十) 房企共益债融资的投资主体类型	19
(十一) 房企共益债融资的执行成功率	20
(十二) 房企共益债融资的投资回报率	21
第二章 房企共益债融资的涉诉情况	22
一、共益债融资涉诉案件数据统计情况	22
(一) 诉讼发起人的情况	22
(二) 诉讼请求统计	23
(三) 争议焦点统计	24
二、涉诉热点问题和裁判立场分析	24
(一) 破产前产生的债权，能否被认定为共益债	24

(二) 共益债超级优先权能否对抗异议担保物权人	29
(三) 重整计划执行阶段发生的融资借款, 是否属于共益债借款	30
(四) 共益债务产生的利息是否应当认定为共益债务	32
(五) 重整企业可以将对外借款用于子公司的继续经营	33
第三章 房企共益债融资的特点	34
第二部分 共益债融资制度的法律分析	36
第一章 共益债融资制度的立法情况	36
一、理论基础	36
(一) 共益债融资制度起源	36
(二) 共益债融资制度概念及其理论分析	37
(三) 共益债融资本质	38
二、共益债融资制度域外研究	39
(一) 第一类: 一般优先权	39
(二) 第二类: 超级优先权	41
(三) 第三类: 黄金优先权	41
三、我国立法现状	42
(一) “前司法解释”时代	42
(二) 《破产法司法解释三》的出台	47
(三) 地方法院实践	49
第二章 “共益债融资” 的认定标准	55
一、共益债权和融资借款的关系	55
二、实体条件	56
(一) 形成时间: 发生于破产申请受理后	56
(二) 借款用途: 用于债务人继续营业	63
三、程序确认	67
(一) 狭义“共益债融资”的双重审批机制	67
(二) 多重权利下的“优先性确认”	68

第三章 “共益债融资” 的清偿顺位	73
一、“共益债融资” 与破产费用	73
(一) “超级优先权” 存在障碍	73
(二) “约定优先权” 的司法肯认	73
二、“共益债融资” 与其他共益债务	74
(一) “超级优先权” 存在障碍	74
(二) “约定优先权” 的司法肯认	74
三、“共益债融资” 与担保物权	74
(一) “担保物权” 劣后的法律障碍	74
(二) “黄金优先权” 的理论基础和司法实践	75
(三) “充分保护” 原则在我国的适用空间	76
四、“共益债融资” 新设担保行为	77
(一) 新设担保的权利扩张	77
(二) 混合担保的禁止	78
第三部分 房企共益债投资实务要点	80
第一章 共益债投资的市场准入和实施主体	80
一、传统股权投资的准入限制	80
(一) 融资方角度的资格审查	80
(二) 投资方角度的资格审查	81
二、银行、非银行金融机构	83
(一) 传统“债权出让方” 角色	83
(二) 试点“共益债投资人”	84
(三) 政策性多元化融资支持	85
三、金融资产管理公司 (AMC)	86
(一) 投资逻辑	86
(二) 投资路径	87
四、金融资产投资公司 (AIC)	88

五、国有企业	90
(一) 投资逻辑	90
(二) 投资路径	92
六、特殊法人组织	93
第二章 共益债投资人的介入方式	95
一、投资人招募的基本流程	95
(一) 投资人引入方式	95
(二) 投资人基本要求	96
(三) 公开招募流程	97
(四) 投资人竞争选定规则	98
二、投资者介入的阶段选择	100
(一) 破产受理前介入	100
(二) 破产程序中介入	102
(三) 重整计划执行阶段介入	102
三、投资人招募阶段相关协议的风险防范	103
(一) 投资意向书的法律性质	103
(二) 保证金的支付和退还	104
(三) 框架投资协议的风险规避	105
(四) 投资人的违约责任	106
四、融资成本的负担	107
第三章 尽职调查阶段的注意要点	109
一、项目收益测算主要风险点	109
(一) 土地使用权是否存在瑕疵	109
(二) 项目审批手续是否存在瑕疵	110
(三) “政策性”补偿能否落实	111
(四) 项目是否存在刑事查封情况	111
(五) 房屋预售能否顺利“解抵押”	113

(六) 房屋销售是否存在限制性政策	114
(七) 货值测算内房屋是否存在购房户	115
(八) 房屋预售资金能否用于清偿债务	117
(九) 债务人企业能否获得实现收益的充分融资	118
(十) 债务人财产变现所得能否作为续建资金	118
二、项目偿债能力测算主要风险点	120
(一) 项目优先债权	120
(二) 特殊“优先债权”	125
(三) 破产费用	126
(四) 其他共益债务	126
第四章 交易架构设计	128
一、融资主体的选择	128
二、投资收益机制	129
三、偿债保障措施	132
(一) 无担保财产设立抵押	132
(二) 设立在建工程抵押担保	133
(三) 关联方提供补充增信	135
四、优先清偿顺位的实现方式	135
(一) 既存担保权人自愿劣后于共益债务受偿	136
(二) 债务人财产新增/增值部分可优先清偿共益债	136
(三) 担保财产处分过程中的“优先变现/分配权”	137
(四) “担保物权迟延清偿”与“充分保护原则”	139
五、投后管理机制	142
(一) 重整计划执行阶段的监督机制	142
(二) 投资人投后管理重点事项	148
结语	152
房地产共益债研究课题组成员介绍	153

引言

近年来随着我国供给侧结构性改革，房地产企业未及时调整好经营规模与扩张速度，多家房地产企业债务违约频出，爆雷不断，并且出现了行业的停工潮和断贷潮，有人称“房地产行业已进入黑铁时代。”2022年房地产市场持续萧条，整体利润增速缓慢，行业发展陷入困境。大量房企陷入资金链断裂的局面，宣告暴雷，其中不乏恒大、正荣、世贸、融创等龙头房地产企业。

与此同时，党和政府也加快了“房企纾困”的脚步，“三箭齐发”全面放开房地产企业银行融资、债券增信和股权融资，先后出台一系列有力措施化解房地产企业债务困境，指导各市场主体在“保交楼、保民生、保稳定”（下称“三保”）的政策导向下保障广大购房者和债权人的合法权益。2022年10月，中国共产党第二十次全国代表大会再次重申“房住不炒”的基本原则，同时要求加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。会后中国人民银行与中国银保监会联合发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》（下称“地产16条”），提出了支持房地产市场健康发展的16条举措，明确提出鼓励金融机构按照“自主决策、自担风险、自负盈亏”的原则，参与进入司法重整程序的房地产项目，推进项目复工交付。2022年12月，中央经济工作会议召开并强调，要确保房地产市场平稳发展，扎实做好“三保”工作，满足行业合理融资需求，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，推动房地产业向新发展模式平稳过渡等。2023年1月10日，人民银行、银保监会联合召开主要银行信贷工作座谈会，提出要聚焦专注主业、合规经营、资质良好、具有一定系统重要性的优质房企，开展“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四项行动，综合施策改善优质房企经营性和融资性现金流，引导优质房企资产负债表回归安全区间。随着上述政策的不断出台和相关举措的落地实施，截至目前，已有约60余家银行机构为100多家房地产企业提供意向性融资总额达4万亿元。

从法律视角来看，处于司法重整程序中的房地产企业对外融资主要体现为“共益债融资”，这种融资形式不仅契合党和政府对房企纾困的政策要求，也是盘活破产房地产

项目的现实需要。随着“保交楼”、房企纾困等政策的持续落地，房企共益债融资已成为破产重整的重要工具和房企“自救”的主要抓手。金融机构等市场主体可以凭借其资金优势和专业的风险处置能力，对濒临破产的房企进行共益债务投资，制定纾困方案，并实现市场化的投资收益。

房地产共益债融资是一个“大概念”，涉及的专业知识和工作内容复杂而多元。首先，项目参与主体和涉及的利益主体众多，包括法院、投资人、破产管理人、债务人企业和购房户、企业职工、施工方、农民工等各类债权人，政府、行政机关的作用也至关重要。如何衡平保障如此复杂的利益关系，协调各方主体，形成合力是房企共益债融资中不可回避的问题。其次，从投资人的角度来看，一个成功的房地产共益债投资项目需要设计科学、可行的交易架构，包括投资主体的介入、投资收益机制的安排、对投资人偿债的保障措施、共益债优先清偿顺位的实现方式以及投后管理机制等内容，保障资金安全。最后，实务中围绕“房地产共益债融资纠纷”产生的纠纷也层出不穷，包括投资人与债务人之间的共益债融资纠纷、共益债的认定纠纷、财产清偿顺序纠纷等等。

可以说，随着“三保”政策在房地产项目中的进一步深化，未来关于房地产企业共益债融资的业务将加剧爆发，而与之相关的诸多法律问题也将接踵而至：共益债借款可否用于清偿破产债权、发生于破产受理之前和重整期间之后的融资款能否属于共益债借款、共益债的能否享有“超级优先权”以及共益债务融资款项的使用监管问题等。如何妥善处理这些问题亦有待理论和实务界的进一步研究。

本报告作者团队从投资人角度参与了众多房地产共益债投融资项目，并在首批“保交楼”项目中全程协助投资人设计了共益债融资的交易框架和投后管理机制，对于实质合并破产程序中的资金使用、破产制度与行政监管规范的冲突与协调、不同类型投资人之间的衔接等诸多特殊问题提出了行之有效的解决方案，最终促成项目成功落地。报告从实务出发，结合自身项目经验，对房企共益债投融资项目的实务操作要点进行了总结和归纳，并提出问题和建议。报告采用实证分析方法，通过全面检索的方式对我国房地产领域的共益债融资案例有关数据进行全面分析与梳理，考证我国目前房企共益债投融资现状，并发现实务中存在的主要问题。同时，报告也较为深入的分析了共益债融资的

法律性质，从比较法的视角对破产程序新生融资的来源、认定和处理进行探析。综上，从实证分析、理论研究、实务介绍三个方面，作者对破产房企共益债融资这一专题进行了全方位的深度调研，最终形成了《2022 房地产企业共益债投资研究白皮书》。

在这份报告中，作者首先从大量的案例数据出发，对房企共益债融资案件的整体情况进行了介绍；其次，在法律分析部分围绕共益债融资的立法现状、认定标准和清偿顺位三个主题展开探讨，并对相关前沿热点问题进行分析，主要包括共益债的进入时间能否延伸至破产受理前或重整计划执行阶段、共益债融资与破产费用的清偿顺位、共益债融资与担保物权的清偿顺位、共益债融资新设担保的法律问题等，最后，报告集中探讨了房企共益债投资的实务要点，从共益债投资的市场进入、尽职调查的注意要点、交易架构设计以及核心交易文件的注意要点等角度，对房企共益债投融资进行了分析和探讨。

我们希望基于上述的研究与分析为房地产共益债投资领域提供一些有价值的参考，如有不同立场，欢迎与我们共同探讨！

第一部分 房企共益债投资案例样本的实证分析

第一章 房企破产共益债融资案件的基础数据统计

近年来，房地产企业受到了政策、疫情的冲击，不少房地产企业因资金链断裂，无法进行正常经营而濒临破产，共益债融资成为房地产企业进行“自救”的重要方法之一。因此，我们检索了大量与房地产企业进行共益债融资的相关案例，并根据检索到的数据进行了实证研究，在本章节对房地产企业进行共益债融资的基础信息、涉诉情况及特点进行了说明和分析。

一、研究样本的介绍

（一）样本来源

本文数据来源于全国企业破产重整案件信息网检索系统，所参考的房地产企业的共益债招募公告来源于全国企业破产重整案件信息网，相关案例均来源于威科先行的裁判文书。

（二）样本范围

1. 筛选条件

（1）检索关键词：共益债、重整计划、共益债务、房地产（置业、置地、开发）、投资、融资、借款

（2）文书性质：招募投资人公告、裁判文书、其他公告（如：房地产开发有限公司破产重整案共益债借款主体招募公告）

2. 样本数据

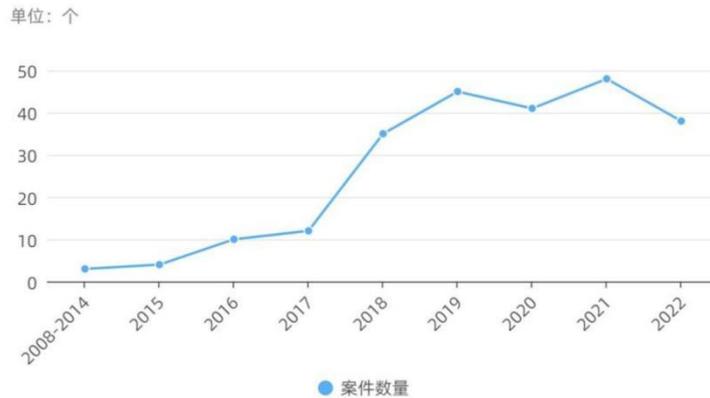
（1）通过上述维度，筛选出 246 个有效案例。

（2）统计单位：本文中的统计单位默认一个债务人企业主体代表一个案件。

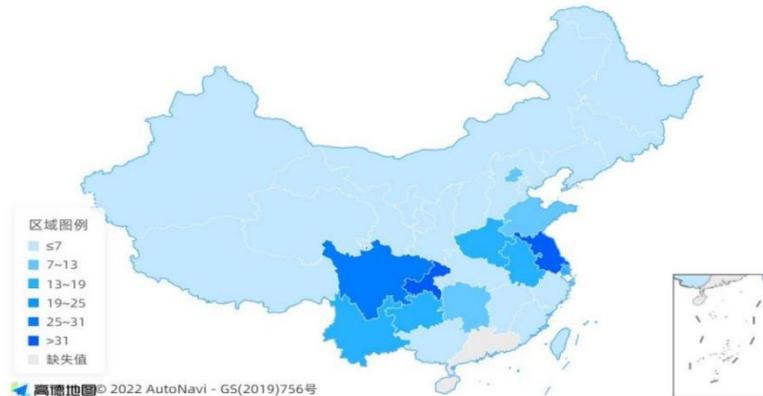
二、房企破产共益债融资案件的基础数据统计

（一）企共益债融资案件各年数量统计

房地产企业共益债案件各年数量统计

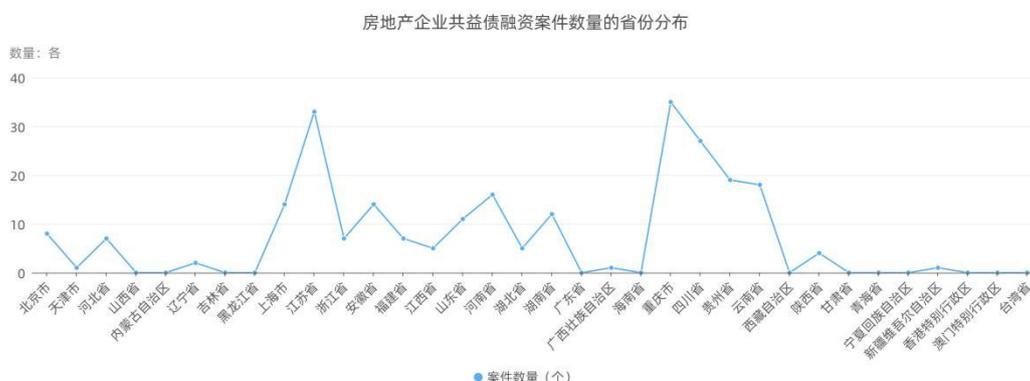


房地产企业共益债融资案件数量的省份分布



截止 2022 年 12 月 10 日，检索到有效的房地产共益债融资案件共计 246 个。以裁判年份为时间节点，我们将这 246 个样本案例进行统计后得到以上数据。统计结果显示，2021 年的房地产共益债融资案件最多，达到峰值；在 2008 年至 2015 年的期间，每年房地产共益债融资案件的数量只有 0-1 件，到了 2016 年时，房地产共益债融资案件增多至 10 件，并且在整体上呈现不断上升的趋势。

（二）房企共益债案件的地区分布



从省域分布来看，重庆市共有 35 家破产房企进行共益债融资，占样本案例数量的 14.2%，居各省（市）之首；其次是江苏省，进行共益债融资的房企的案件数量为 33 件，占样本案例数量的 13.4%；再之是四川省，进行共益债融资的房企的案件数量为 27 件，占样本案例数量的 10.9%。经济欠发达地区，如海南、西藏、甘肃、青海、宁夏等地的共益债融资案件为零。

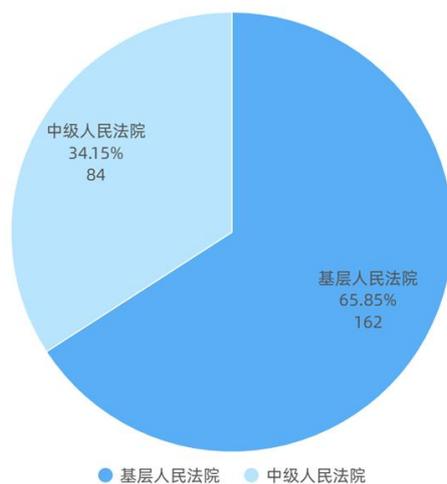


同时根据地域分布表可以看出，进行共益债融资的房企主要集中在长三角地区和西南地区，而这也与房地产开发企业的分布基本呈正相关，根据中国房地产信用平台发布的“2022年第三季度房地产开发企业信用状况报告”显示，截止9月末，广东、江苏、河南、山东、云南、安徽、浙江的房地产开发企业数量均处于领先地位，其中广东、江苏、河南这三个省份的开发企业数量均超过 8 千家以上（见上图：2022年第三季度末各

省份房地产开发企业情况¹)。宁夏、青海、西藏等地的房地产开发企业数量排名则处于末尾。

(三) 房企共益债融资案件的法院层级分布情况

房地产企业共益债融资案件的法院层级分布



如上图所示，在 246 个样本案例中，基层人民法院审理的房企共益债融资案件共计 162 个，占样本总量的 65.85%；中级人民法院审理的房企共益债融资案件共计 84 个，占样本总量的 34.15%；高级人民法院和最高人民法院审理的房企共益债融资案件数量均为零。

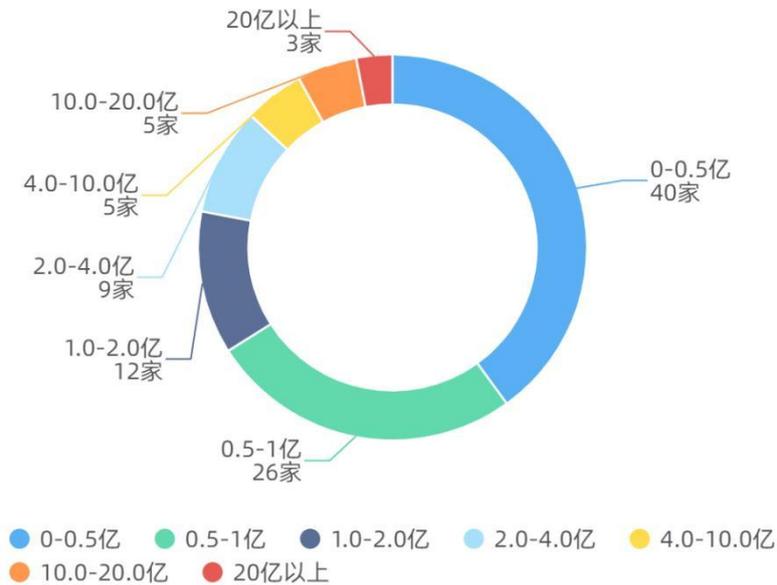
(四) 房企共益债融资的投资规模

在检索到的 246 个样本案例中，有 100 家进行共益债融资的房企在招募公告以及后续的重整计划中提到了共益债投资金额，具体的投资规模及数量统计如下：

¹ 图表及数据来源：《2022 第三季度中国房地产开发企业信用状况报告》，中国房地产协会信用建设办公室指导，中房网信用房地产组出品。

房地产共益债投资规模及数量统计

单位：家



根据上图,66%的共益债融资项目的投资金额在一亿元以下,并且以投资金额在5000万元以内的共益债融资项目居多。34%的共益债投资项目的投资金额在一亿元以上,并且有8%的共益债投资项目的投资规模在10亿元以上,属于规模较大的共益债投资项目。将上图中的数据结合实务案例可以分析得出共益债投资项目投资规模具有以下两个特点:

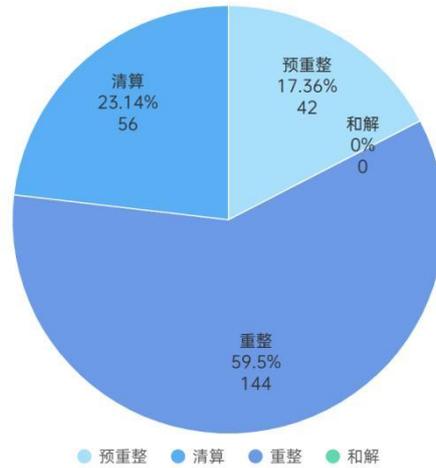
第一,投资体量庞大。房地产为重资本行业,债务人在重整阶段想要盘活已有的资本,需要解决本身堆积的大额金融债务本息、工程欠款、员工工资等诸多问题,因此需要上亿元的共益债投资。

第二,投资金额与待盘活的资产预期收益相比,属于四两拨千斤式的投资方式。如果房地产企业通过共益债投资获得重生,以几千万至几亿元的共益债投资撬动近几十甚至上百亿的可售状态资产的形成,则可以使所有的利益相关人获利,并获得客观的收益。

（五）房企引入共益债的所在程序类型

房地产企业引入共益债的所在程序类型占比分布

单位：个

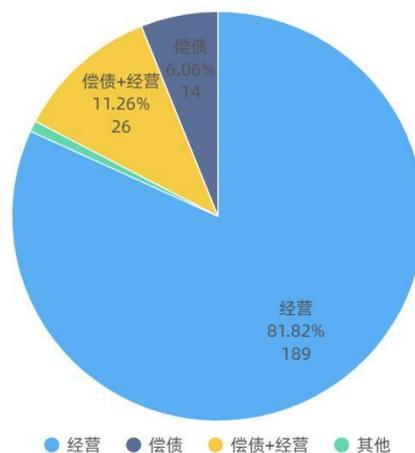


根据上图，共益债引入时破产房企所在的程序主要包括预重整阶段、清算阶段、重整阶段三种阶段，其中在重整阶段引入共益债投资的案例样本最多，数量为 144 个，占样本总量的 59.5%；其次是在清算阶段引入的共益债投资案例，数量为 56 个，占样本总量的 23.14%；最后是在预重整阶段引入共益债投资的案例，数量为 42 个，占样本总量的 17.36%。在所有样本案例中，未发现在和解程序中引入共益债投资的案例。

（六）房企共益债的用途分类情况

房企共益债的用途分类情况

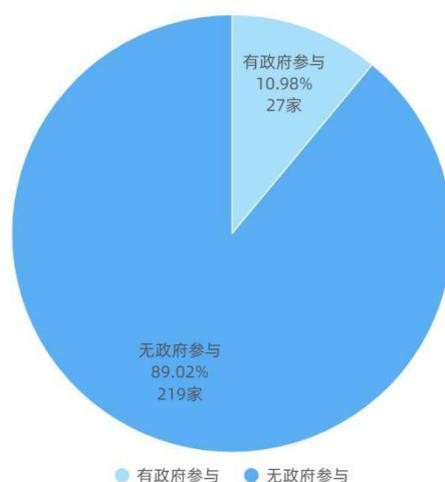
单位：%



根据上图，共益债资金的用途以经营为主，在样本案例中，有 81.82% 的共益债投资项目的资金用途是经营，11.26% 的共益债投资项目的资金用途为偿债和经营，6.06% 的共益债投资项目的资金用途为偿债，0.86% 的共益债投资项目的资金用途为其他。

（七）房企共益债融资的政府参与情况

房地产共益债融资中有政府参与的公司数量



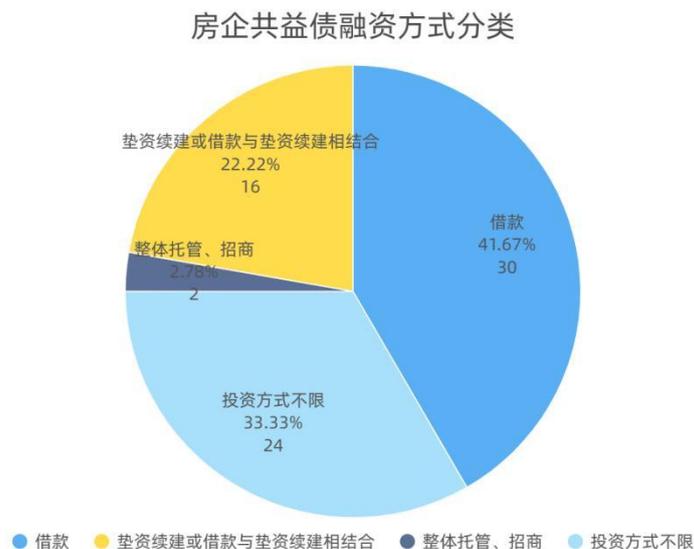
房地产行业与民生息息相关，因此政府出于社会维稳等因素的考虑，也会参与到共益债融资的过程中，给予房地产企业（债务人）和共益债投资人一定的政策或资源支持。并且在启动项目后续的开工建设工作中，不同主体的利益关系复杂，维稳任务繁重，而法院只能解决破产重组中所涉及到的法律实体问题和程序问题，更复杂的社会问题和利益关系的协调则需要政府作为一个大家长的角色来进行处理。此外，项目后续建设可能会涉及土地延期手续、消防规划重新审核、施工许可证变更或重新办理、预售许可证办理等一系列手续，因此可以优先选择得到政府重点关注和支持的项目，使其协助解决历史遗留、各项缺陷手续的补办等问题。

根据上图，在 246 个样本案例中，仅有 10.98%（27 例）共益债融资案例中有政府的参与，有 89.02%（219 例²）共益债融资案例中没有政府的参与。可见政府参与的共益债融资项目是较为稀缺的。结合具体案例，在政府参与的案例中，政府主要发挥的功能

² 没有政府参与的案例数据包括确定没有政府参与的案例和未进行相应披露的案例。

有以下四项：第一，牵头建立府院联动机制，共同参与评审组，选择管理人；第二，协调税务部门，通过制定一系列的税收优惠政策来扶持企业重组；第三，协助房地产企业进行共益债融资，牵头招募投资人，帮助解决重整过程中遇到的问题；第四，重整计划通过后，监督资金使用情况，保障投资安全。

（八）房企共益债融资方式统计



根据上图，在房企共益债投资方式的统计中，检索到的有效案例共计 72 个，其中 41.67% 的案例采用了借款的方式，即债务人通过借款协议来进行共益债融资，这也是目前主要的共益债融资方式；22.22% 的案例采用了垫资续建或者垫资续建与借款相结合的方式进行投资，垫资续建也称为房企续建借款，其符合共益债务“为继续营业而借款”的目的，并且主要用途也是维持企业的正常运营，因此具有“共益”的性质，属于共益债融资方式的一种；2.78% 的案例采用了整体托管的方式，如在重庆博一房地产开发有限公司破产重整案³中，重庆博一房地产开发有限公司就要求投资人采取“共益债融资托管”投资模式——保留债务人的法律主体，并以共益债权投入复工建设、销售等后续经营。这种托管式投资的特点有二：一方面投资人的身份不仅是共益债债权人，还是项目的托管人，在职能上需要负责建设工程完成后的房屋销售工作；另一方面，投资人的投资回报不仅有投资款的利率，还有相应的托管费用，如管理费、销售费、宣传费等，债

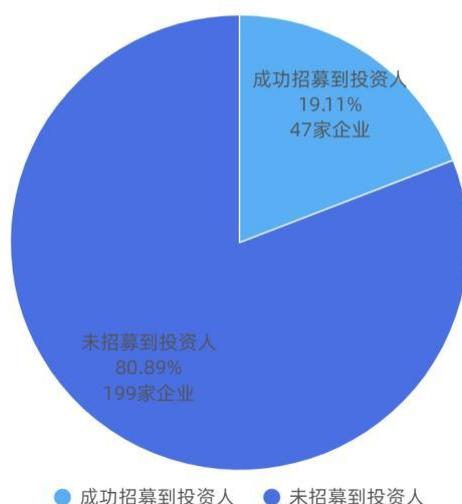
³ 重庆市第五中级人民法院：（2021）渝 05 破申 105 号民事裁定书。

务人会根据总产值的一定比例将托管费用支付给投资人。此外，在 33.33%的案例中，债务人则给予了投资人自主选择投资方式的空间，均不限于上述投资方式。

（九）房企共益债融资的招募结果

房地产企业共益债投资人招募结果

单位：%



根据上图，在检索到的共益债融资招募案例中，仅有 19.11%的房企成功招募到投资人，剩下 80.89%的房企则未招募到投资人⁴。

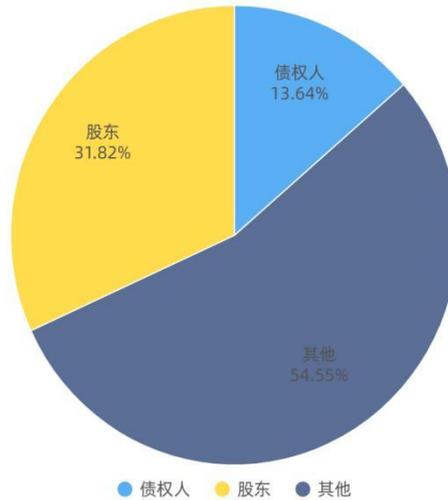
从共益债投资人招募的整体结果来看，破产房企进行共益债融资并非易事，对于投资人来讲，在投资前不仅要考虑项目本身的经济价值，例如工程质量、周边的房地产价格、改造周期、市场定位、销售方案等，还要考虑到在法律层面对自身利益的保护、项目的社会价值、重整的盘活概率、整个房地产市场的发展前景等因素去综合判断该项目是否具有重整价值以及可行性。对于债务人来讲，如何让投资人在破产程序中掌握更多的主动权并获得绝对的优先权是债务人进行融资的主要困难，这也是能否获得投资人青睐关键点之一。

⁴ 未招募到投资人的案例类型包括：①尚在招募的重整案例；②未招募到投资人，由重整转清算的案例；③未检索到成功招募投资人公开信息的重整案例

(十) 房企共益债融资的投资主体类型

1. 投资主体在破产程序中的角色分类

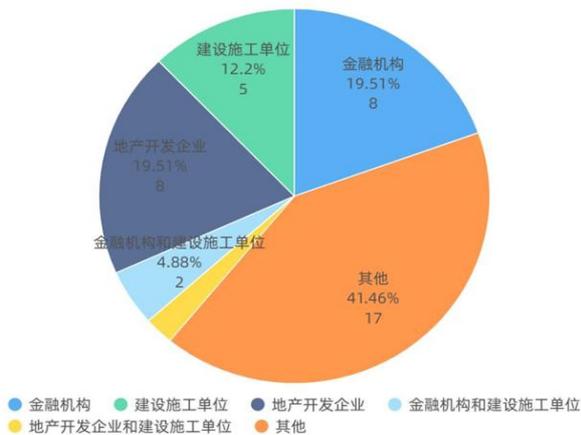
共益债投资主体类型统计



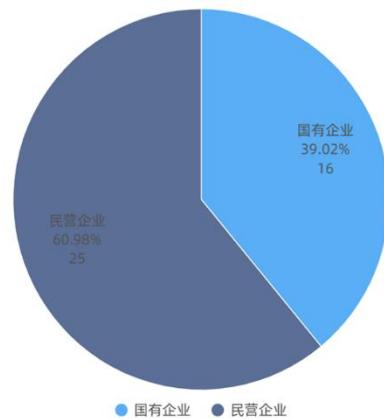
关于投资主体的类型，检索到的有效数据共 22 个，其中投资主体为债权人案例的有 3 个，占比 13.64%，投资主体为股东的案例有 7 个，占比 31.82%，投资主体为其他类型的案例有 12 个，占比 54.55%。

2. 投资主体的类型和性质分类

投资主体的类型



投资主体性质分类

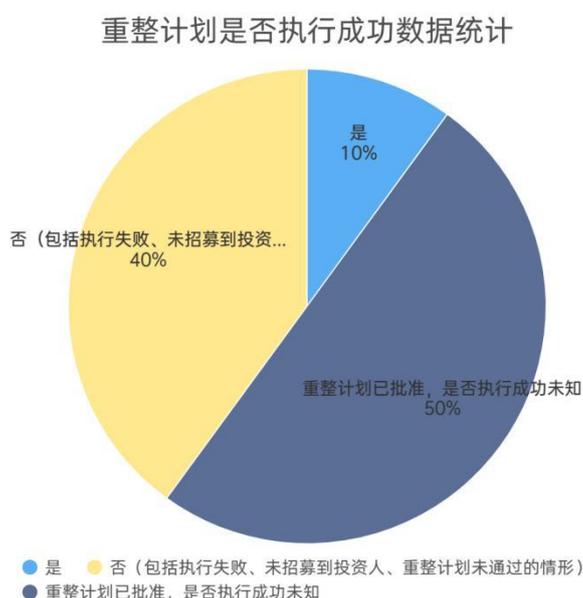


关于投资主体的类型，检索到的有效数据共计 41 个，其中有 19.51%的共益债投资

主体是金融机构，包括资产管理公司、金融投资公司和小额贷款公司等；有 19.51% 的共益债投资主体为地产开发企业，12.2% 的共益债投资主体为建设施工单位，以及 7.31% 的共益债投资主体是金融机构、地产开发企业或建设施工单位的联合投资人，41.46% 的共益债投资主体为其他企业。

我们进一步检索发现，在上述检索到的 41 个关于投资主体类型的案例中，有 39.02% 的企业为国有企业，60.98% 的企业为民营企业。

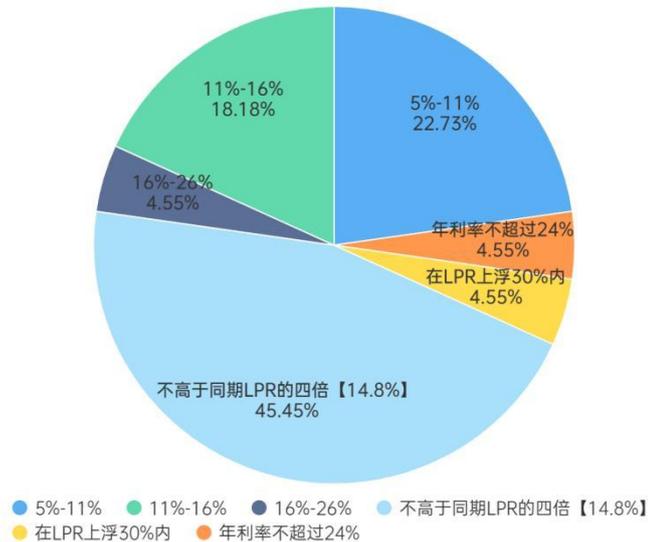
（十一）房企共益债融资的执行成功率



在检索到的 246 个案例中，有公开文件表示重整计划是否执行成功的案例共计 30 个案例，其中有 10% 的案例成功执行，40% 的案例未成功执行，具体原因包括执行失败转入破产清算程序、未招募到投资人、重整计划未通过等；50% 的案例重整计划已批准，但是未看到公开文件公示重整计划执行成功。

(十二) 房企共益债融资的投资回报率

投资回报率统计表



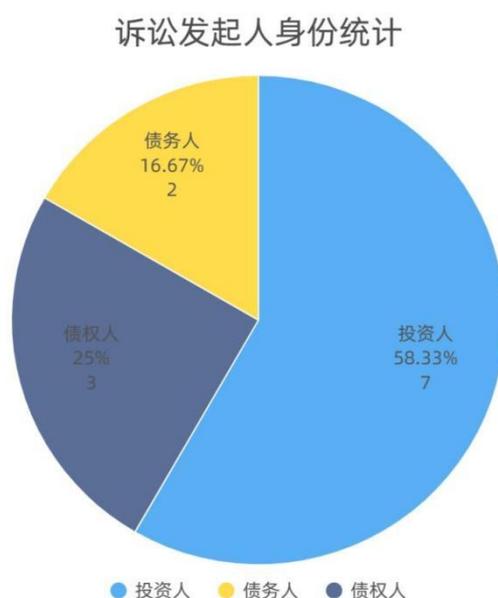
在 246 个案例中，关于投资回报率的有效案例共计 22 个，大部分重整案件在招募投资人时未明确说明投资回报率，或者仅表示对于股权收购以分红方式作为投资回报，对于债权投资则以约定的利率+允许额外收取合法且合理的管理服务费为投资回报，具体利率未公布。投资回报率约定在 5%-11% 的案例占比 22.73%，投资回报率在 11%-16% 的案例占比 18.18%，投资回报率在 16%-26% 的案例占比在 4.55%，此外，还有 45.45% 的案例仅约定了投资回报率不高于同期 LPR 的四倍。

第二章 房企共益债融资的涉诉情况

目前检索到关于共益债融资涉诉的有效案例共计 12 件，裁判文书均来源于威科先行法律检索系统，从案件审级来看，房企共益债纠纷的案件在一审、二审程序中均有分布，从法院层级来看，房企共益债务纠纷的案件主要分布在基层人民法院和中级人民法院。其他检索情况及涉诉热点问题总结如下：

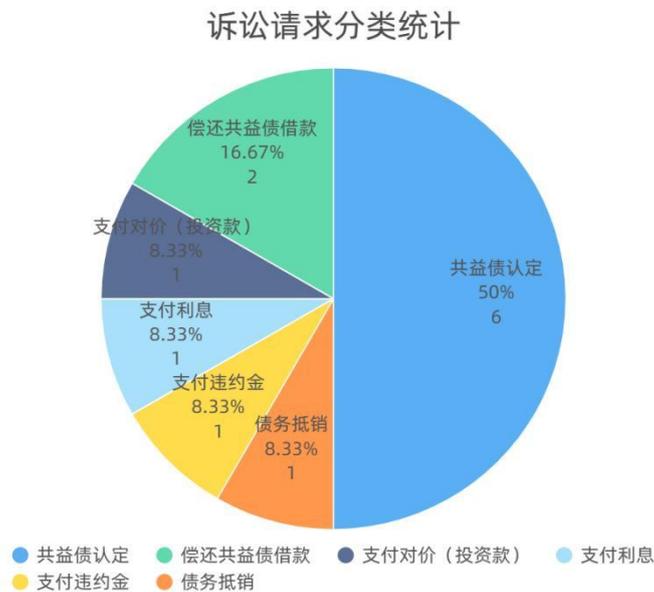
一、共益债融资涉诉案件数据统计情况

（一）诉讼发起人的情况



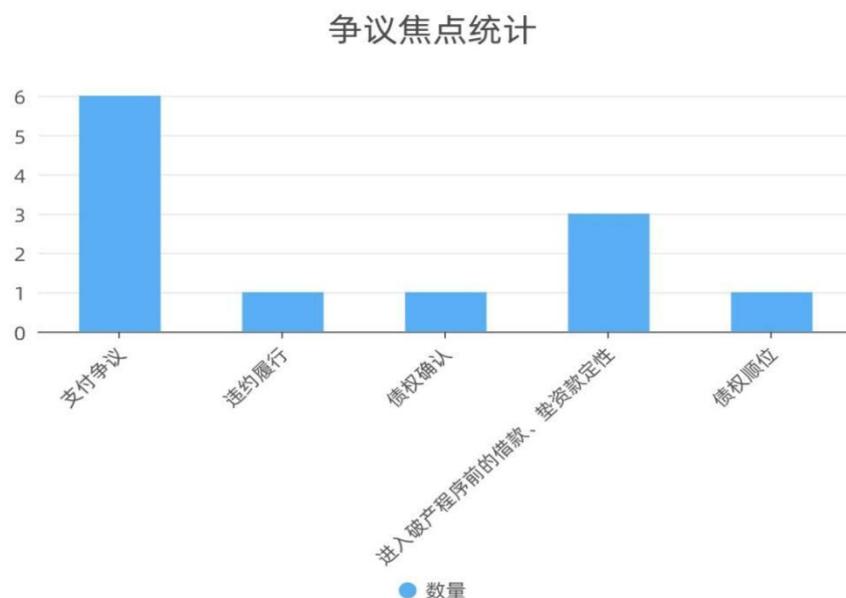
从上表可以看出，58%案件的诉讼发起人都是共益债投资人，17%案件的诉讼发起人为债务人，25%案件的诉讼发起人为债权人，房企共益债的纠纷以投资人发起的诉讼为主，此外还有其他利益相关人债务人、债权人发起的诉讼。。

（二）诉讼请求统计



在诉讼请求的统计中,有50%的房企共益债纠纷的诉讼请求都是关于共益债的认定,具体诉请为投资人请求法院确认在债务人进入破产程序前后破产程序后的支付的项目工程垫资款、借款等款项为共益债,能够随时得到清偿。此外,涉诉案件的诉讼请求还有关于债务人要求投资人支付投资款、因投资人未支付投资款要求进行违约赔偿、以及债务人将共益债借款向其子公司出后要求偿还共益债借款的、支付共益债利息、进行债务抵消等。

（三）争议焦点统计



在争议焦点的统计中，涉及最多的争议焦点就是关于共益债及其利息的支付、共益债的认定问题，如共益债的范围能否延伸至债务人进入破产程序前所产生的债权。此外，争议焦点在共益债投资的违约履行、债权确认、以及债权人顺位上等问题上也均有涉及。并且在相同的争议焦点上，各地在司法实践中出现了不同的态度和裁判观点，具体内容将在下文中具体展开讨论。

二、涉诉热点问题和裁判立场分析

（一）破产前产生的债权，能否被认定为共益债

我们在调研过程中发现，陷入困境的房企项目可能在法院正式受理破产申请之前便已经开始为停滞、烂尾的项目进行融资借款，如果这时融资借款进入到公司，那么此时债的发生时间则在破产程序开始之前，与《破产法司法解释三》规定的共益债的发生时间不同。针对这个情况，各地在司法实践中对待债务人在进入破产程序前产生的融资借款能否被认定为共益债的问题出现了分歧。有一刀切式地严格按照《破产法》第四十二条的规定，认为在破产受理前产生的债权不能被认定为共益债，也有结合案件的特殊

情况将破产受理前产生的债权认定为共益债的情况。我们检索到相关案例共计四个，持肯定态度和否定态度的案例各有两个，具体列举如下：

1. 持肯定态度

在鹤壁市银盛置业有限公司与鹤壁市鼎盛房地产开发有限公司破产债权确认纠纷案中⁵，债权人鹤壁银盛公司在鹤壁市淇滨区财政局长江路办事处的协调下，在鼎盛公司未进入破产程序时借给其 1000 万元，在鼎盛公司进入破产程序后，债权人又向鼎盛公司借出 1000 万元，管理人对于这一情况则结合双方签订的价款为 2000 万元的《共益债务借款合同》，对该笔进入破产程序前的借款以及后续实际发生的 1000 万元的借款金额均认定为了共益债。

在浙江亚西亚房地产开发有限公司与杭州宋都诚业投资管理有限公司破产债权确认纠纷⁶中，宋都诚业与亚西亚房地产公司的主要争议焦点同样是宋都公司在亚西亚公司进入破产程序前，在托管阳光景台项目过程中为复工、续建、交房而垫支的资金在亚西亚公司破产清算案件中如何确定债权性质进行清偿，对此浙江省杭州市中级人民法院认为：“显然，该资金垫支行为发生于亚西亚公司进入破产清算程序之前，并不符合《中华人民共和国企业破产法》第四十一条、第四十二条对破产费用、共益债务的界定，故不能直接认定为属于亚西亚公司破产清算程序中的破产费用或共益债务。但无法否认的是，亚西亚公司资金链断裂导致阳光景台项目停工发生于 2012 年，其时亚西亚公司破产原因已经具备，如当时进入破产清算程序，为阳光景台项目的复工、续建、交房而需要支付的资金，无论是何种途径筹集，都是为了债权人的共同利益，属于亚西亚公司继续营业而产生的债务，按《中华人民共和国企业破产法》第四十二条的规定，应属于共益债务。宋都公司垫支资金的行为发生于亚西亚公司破产原因具备之后，且系受政府指令托管已停工的阳光景台项目而产生，非纯粹的商业行为，同时，因宋都公司的资金垫支，阳光景台项目完成续建并竣工，使债权人受益，故宋都公司作为垫支资金的债权可在亚西亚公司破产清算程序中参照共益债务进行清偿。”

⁵ 河南省鹤壁市淇滨区人民法院：鹤壁市银盛置业有限公司与鹤壁市鼎盛房地产开发有限公司破产债权确认纠纷一案民事判决书，（2020）豫 0611 民初 2445 号。

⁶ 浙江省杭州市中级人民法院：浙江亚西亚房地产开发有限公司与杭州宋都诚业投资管理有限公司破产债权确认纠纷一案二审民事判决书，（2017）浙 01 民终 5761 号。

2. 持否定态度

在陈水平、邓农与临湘市永生房地产开发有限公司破产债权确认纠纷中⁷，陈水平和邓农通过合伙方式参与永生公司重组，并签订《合作开发合同》及补充协议，为保证项目的正常运营，陈水平与邓农在项目开发过程中代为垫付工程款等各种费用，后永生公司进入破产清算程序，陈水平和邓农则主张上述债权属于共益债务。湖南省临湘市人民法院则依据《破产法》第 42 条作出了判决：“因原告申报的债权均发生在被告进入破产还债程序之前，虽然部分债权是通过被告清算组用于偿还被告以前遗留的债务，但该清算组并非被告破产清算组，是为了清偿遗留债务而成立的清算组。因此，原告申报的债权不属于共益债务的范畴，本院对原告要求确认为共益债务的诉讼请求不予支持。”

在杭州弘达景观工程有限公司、浙江亚西亚房地产开发有限公司破产债权确认纠纷中⁸，投资人宋都诚业公司和弘达公司对债务人亚西亚公司的债权均形成与亚西亚公司破产清算前，但是浙江省杭州市中级人民法院对于宋都诚业支付的垫资款债权认定为共益债，对弘达公司的债权则不予认定为共益债。杭州中院的具体裁判观点为：“一是债权主体性质不同，宋都诚业公司根据政府委托接管亚西亚公司，负责完成阳光景台项目的续建工程，系带有行政性质的‘接管人’，而弘达公司未接受任何委托或指令，系对自身行为具有独立自由意志的商事主体；二是债权产生原因不同，宋都诚业公司的垫付款债权系其接受政府委托后为亚西亚公司完成阳光景台项目续建工程垫付资金而产生，而弘达公司的工程款债权系其考量商业风险和收益后决定履行商业合同而产生；三是债权主体价值观不同，宋都诚业公司系为完成阳光景台项目续建工程、维护广大购房消费者利益而垫资，追求社会稳定、安居乐业的公益价值，无任何个体利益，而弘达公司完成案涉工程仅是履行商事合同，追逐商业利益的个体行为，其履约行为有合同对价、利润等支撑和吸引。综上，弘达公司缺乏宋都诚业公司在债权产生过程中所具有的行政性、无偿性、公益性等特点，其作为独立商事主体对自身商业行为的风险和收益应有清晰评估，在已知亚西亚公司具备破产原因的情况下，为追求商业利益仍然与其发生合同关系，

⁷ 湖南省临湘市人民法院：陈水平、邓农与临湘市永生房地产开发有限公司破产债权确认纠纷一案民事判决书，（2020）湘 0682 民初 1052 号。

⁸ 浙江省杭州市中级人民法院：杭州弘达景观工程有限公司、浙江亚西亚房地产开发有限公司破产债权确认纠纷一案民事判决书，（2021）浙 01 民终 387 号。

由此带来的风险应自行承担，而不能超越其他同类别债权人，享受参照共益债务清偿债权的特权。”

案例对比						
序号	案例名称	融资模式/借款性质	法院和政府的参与程度	法院认定结果	法律依据	具体理由
1	鹤壁银盛置业案	<p>①鹤壁鼎盛公司在破产清算前向鹤壁银盛公司提供借款 1000 万元，在进入破产程序后再次提供借款 1000 万元，两次借款的合同签订于进入破产程序后，借款金额 2000 万元。</p> <p>②借款用途为乙方开发建设龙府盛帝、华清苑的配套项目大辛庄安置小区鹤壁鼎盛公司建设投资部分</p>	<p>①鹤壁市淇滨区财政局长江路办事处进行协调</p> <p>②鹤壁市淇滨区人民法院作出（2018）豫 0611 破字第 6 号批复，由管理人按照《破产法》认定 2016 年的 1000 万元借款是否属于共益债务</p>	属于共益债务	《破产法》第 42 条	<p>【管理人认定 16 年的 1000 万借款为共益债务】2020 年 5 月 5 日，鹤壁鼎盛公司管理人作出《关于银盛公司要求归还共益债务的复函》，主要内容为“经管理人核对 2018 年 6 月 7 日鹤壁鼎盛公司与鹤壁银盛公司签订的《借款协议》、2018 年 10 月 8 日鹤壁鼎盛公司与鹤壁银盛公司签订的《共益债务借款合同》，以及实际发生的借款金额及手续，显示借共益债务数额为 33000000 元。</p>
2	湖南永生房地产案	<p>①投资人直接向清算组支付资金，再由清算组代为结算拖欠民工工资、工程款及其他债务②为保证项目运营，在项目开发过程中代为垫付的办公费用、开发费用、销售管理费用等</p>	由临湘市政府与工业园进行招商引资	不属于共益债务	《破产法》第 42 条	<p>因原告申报的债权均发生在被告进入破产还债程序之前，虽然部分债权是通过被告清算组用于偿还被告以前遗留的债务，但该清算组并非被告破产清算组，是为了清偿遗留债务而成立的清算组。因此，原告申报的债权不属于共益债务的范畴。</p>

3	弘达公司与杭州亚西亚房地产案	弘达公司在亚西亚公司破产清算前为其提供垫支款，进行项目工程的续建	弘达公司未接受政府任何委托和指令	不属于共益债务	《破产法》第42条	①弘达公司作为自由的商事主体，未接受任何政府的委托和指令②弘达公司的工程款债权系其考量商业风险和收益后决定履行商业合同而产生③弘达公司债权产生的主观价值时履行商事合同，追逐商业利益。 其债权产生过程中不具有行政性、无偿性、公益性等特点，应当自行承担相应的商业风险，不能享受参照共益债务清偿债权的特权。
4	宋都诚业与杭州亚西亚房地产案	宋都诚业根据政府指令承担托管单位职责，负责垫付工程款	宋都诚业接受政府委托，接管亚西亚公司负责完成阳光景台的续建工程 相关政府工作领导小组出具了会议纪要：《杭州市城乡建设委员会、中共杭州市委维护稳定工作领导小组办公室杭建房【2013】200号文件》	属于共益债务	《破产法》第42条	①亚西亚公司资金断裂导致项目停工的时间点发生在2012年，其时亚西亚公司 已经具备破产原因 ②宋都诚业的垫支资金行为的发生原因是 接受政府指令托管已停工的项目，非纯粹的商业行为 ③宋都诚业的 资金垫支，使得阳光景台项目完成续建并竣工，使债权人受益 ，因此其垫支资金可以参照共益债务进行清偿。

（二）共益债超级优先权能否对抗异议担保物权人

目前共益债务制度还没有和我国《民法典》中的担保制度相适应和协调，濒临破产的房地产企业的不动产基本处于抵押状态，我国《民法典》规定了不动产担保物权的清偿顺序是基于不动产登记而决定，根据《民法典》第414条，抵押权已登记的，按照登记的时间先后确定清偿顺序。其他可以登记的担保物权，清偿顺序参照使用不动产抵押权的规定。同时，共益债融资借款又需要具有债权的优先顺位来保证共益债融资借款人的利益，由此便使得共益债权的优先清偿顺位在制度体系上存在了一定的缺陷⁹。

⁹ 陈景善：《重整融资至超级优先权模式：功能与构造》，载于《政治与法律》，2021年第9期。

安徽省高级人民法院在（2015）皖民终 491 号判决书¹⁰中明确了建设工程价款的优先地位：“因施工人对 6#楼续建部分新增工程款仍将基于共益债务和建设工程优先受偿权双重优先权，先于在建工程抵押权……而 6#楼之外的其他共益债务等只能在抵押权人实现抵押权之后剩余部分得到清偿。故原审认定作为抵押权人的浦发银行深圳分行就 6#号楼处置款项享有优先受偿的权利，但不得对抗庐南建设公司的建设工程优先受偿，并无不当。”从该案例可以看出，共益债务并不享有绝对的超级优先权。

此外，也有学者指出投资人在进行共益债投资时，可以通过协商使共益债取得更优先的清偿顺位，将其清偿顺位排在抵押债权等有限债权之前。实践中，某资产交易中心率先探索共益债超“超优先性”的适用，说服既存担保债权人自愿签署同意劣后于共益债务融资受偿的承诺书，已在一系列房地产企业破产重整案中适用并获得成功。¹¹

（三）重整计划执行阶段发生的融资借款，是否属于共益债借款

我们在检索与房地产共益债融资相关的涉诉案例中，未找到关于在重整计划执行阶段发生融资借款能否被认定为共益债借款的有效案例，但是在其他行业的案例中，法院对该问题具有统一意见，即认为重整计划执行期间所产生的借款，在实质上，不是为了全体债权人利益的目的，在程序上，也未经过法院许可或者债权人会议决定，因此不应当属于共益债务，具体案例列举如下：

1. 浙江省台州市中级人民法院在“平湖市港丰食品有限公司、浙江多乐佳实业有限公司普通破产债权确认纠纷二审”一案¹²的裁判观点为：“首先，企业破产法第四十二条第（四）项明确将为继续营业所必须支出的成本作为共益债务。其次，最高人民法院企业破产法司法解释（三）第二条规定，破产受理后为继续营业所发生的借款可以参照企业破产法第四十二条第（二）项规定优先于普通破产债权清偿，并且该借款作为共益债务还附有一定条件，即经债权人会议决议通过或者第一次债权人会议召开前经人民

¹⁰ 安徽省高级人民法院：安徽大蔚置业有限公司与上海浦东发展银行股份有限公司深圳分行、安徽庐南建设投资集团建筑安装有限公司别除权纠纷二审民事判决书，（2016）皖民终 491 号。

¹¹ 丁燕：《共益债务融资的实践进路与法律保障》，载《月旦财经法杂志》2020 年 6 月第 45 期“热点聚焦”栏目，第 36—57 页。

¹² 浙江省台州市中级人民法院：湖市港丰食品有限公司、浙江多乐佳实业有限公司普通破产债权确认纠纷二审民事判决书，（2020）浙 10 民终 1604 号。

法院许可的借款才能以共益债务处理。该司法解释规定借款为共益债务，是因为借款能够保障全体债权人利益，增强债务人的偿债能力。因此，从上述法律、司法解释规定可以得出，破产后债务人继续营业所产生的债务并非全都是共益债务。本案买卖合同债务不具有上述继续营业必须开支及增加偿债能力以保障全体债权人利益的作用，不能认定为共益债务。另外，共益债务是在破产程序进行中产生，重整计划是在破产重整程序终结后执行，该计划执行期间所产生的债务不属于在破产程序进行中发生，本案所涉债务系发生在 2015 年至 2017 年间，而多乐佳公司在 2014 年 9 月 19 日已经被法院批准通过重整计划草案，终止该公司重整程序，后续在重整计划执行期间债务人新发生的债务，只是债务人经营管理中新发生的一般性债务，并非出于为了全体债权人利益的目的，因此，该期间所产生的债务应当不属于共益债务。”

2. 山东省淄博市中级人民法院在“淄博铄杰化工销售有限公司、淄博得润生物科技有限公司与破产有关的纠纷民事二审”¹³一案中主要的裁判观点为：“首先，共益债务应当在破产程序进行中产生。……本案的重整程序已经于 2018 年终止，而涉案债务发生于 2021 年，此时，重整程序已经终止，该债务发生的时间并非重整期间，属于重整计划执行期间新发生的一般性债务。第二，破产后债务人继续营业所产生的债务并非全部属于共益债务。……上诉人与被上诉人之间发生的买卖合同、运输合同、借款合同关系发生于重整计划执行期间，并没有经过人民法院许可或债权人会议决议程序，且上诉人无证据证明该债务系用于保障全体债权人利益而产生。……因此对于上诉人主张货款、运费、借款应当认定为共益债务的上诉请求不能成立，应予驳回。”

3. 山东省费县人民法院在“王光立与临沂市恺贝印刷包装有限责任公司破产债权确认纠纷”中¹⁴也表示“《中华人民共和国企业破产法》第四十二条第四项及《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国企业破产法〉若干问题的规定（三）》第二条的规定，共益债务为破产申请受理后，破产程序终结或终止前，经债权人会议决议通过，或者第一次债权人会议召开前经人民法院许可，为债务人继续营业而借的款项，才能确定为共

¹³ 山东省淄博市中级人民法院：淄博铄杰化工销售有限公司、淄博得润生物科技有限公司与破产有关的纠纷二审民事判决书，（2022）鲁 03 民终 2887 号。

¹⁴ 山东省费县人民法院：王光立与临沂市恺贝印刷包装有限责任公司破产债权确认纠纷一案民事判决书，（2020）鲁 1325 民初 6031 号。

益债务。本案借款发生在破产重整程序终止后，重整计划执行期间，相应的借款不属于共益债务，故原告申请确认其债权为共益债务的诉讼请求不成立，本院不予支持。”

（四）共益债务产生的利息是否应当认定为共益债务

共益债务所产生的利息比一般的借款利息要高，这也是投资人愿意承担一定风险将大量资金投入濒临破产的房地产企业的原因之一。但是从目前来看，现行法律并未对共益债务产生的利息作出明确规定，共益债务产生的利息是否应当认为共益债务这一问题在司法实践中也存在较大争议，具体两种裁判观点列举如下：

1. 持否定态度

在（2014）粤高法民二破终字第2号深圳市亿商通进出口有限公司与东莞市清溪金卧牛实业有限公司破产债权确认纠纷案中，广东省高级人民法院认为：金卧牛公司借款100万元发生于其破产重整期间，系为维护全体权利人和破产财产利益而发生，属于《企业破产法》第42条第1款第4项规定的共益债类型，但是依据《企业破产法》第四十六条的规定，认为共益债融资在企业进入破产程序后应该停止计息，因此亿商通公司向破产企业东莞金卧牛公司主张借款利息，缺乏法律依据，不予支持。从该案情中我们发现该利息也并未在双方签订的《借款协议》中进行约定。

2. 持肯定态度

在（2017）浙06民终2014号太仓仁德化纤有限公司、浙江南方石化工业有限公司破产债权确认纠纷案中，浙江省绍兴市中级人民法院支持了一审法院判决确认被告浙江南方石化工业有限公司对原告太仓仁德化纤有限公司负有共益债务349560元及其利息，一审法院认为“原告同时要求被告支付自2017年2月16日起的利息，符合《最高人民法院关于贯彻执行〈中华人民共和国民法通则〉若干问题的意见（试行）》第一百三十一条：‘返还的不当利益，应当包括原物和原物所生的孳息。利用不当得利所取得的其他利益，扣除劳务管理费用后，应当予以收缴。’之规定，该院应予支持。鉴于被告已经进入破产清算程序，根据《中华人民共和国企业破产法》第四十二条第三项之规定，人民法院受理破产申请后发生的因债务人不当得利所产生的债务为共益债务。本案中，被告不当得利发生在该院受理破产申请之后，故本院确认上述349560元及其利息为共益债务”。即该法院认可了共益债务产生的利息也应认定为共益债务。另外，在上述沈

阳机床股份有限公司与中国通用技术（集团）控股有限责任公司签订的《借款协议》中也明确约定，“借款采用固定利率形式，不随国家利率变化，年化利率为 4.35%（即中国人民银行公布的一年期贷款基准利率），按实际使用天数计算利息（一年按 360 天计算，即每日利息率为 4.35%/360），借款到期后 5 个工作日内一次性支付利息”。

此外，也有法院通过下发裁定书和出具复函的方式来认定共益债务的利息属于共益债务。如四川省攀枝花市中级人民法院出具的(2017)川 04 民破 1 号之八复函：……二、同意将四川省富邦钒钛制动鼓有限公司管理人向攀枝花市商业银行贷款 2500000 元作为共益债务。三、该笔贷款 25000000 元的本息可在破产重整或破产财产分配方案中全额优先于其他债权受偿。以及四川省广安市广安区人民法院出具的(2019)川 1602 破 1 号之一民事裁定书：确认广安市宏泰房地产开发有限公司管理人对外筹集最高限额 8000 万元的借款本息为广安市宏泰房地产开发有限公司共益债务。

（五）重整企业可以将对外借款用于子公司的继续经营

我们在对涉诉案例的研究中发现，在北京市第一中级人民法院审理的“北大方正集团有限公司与天津睿成置业有限公司民间借贷纠纷案”¹⁵中，北大方正集团有限公司在破产重整过程中，经北京市第一中级人民法院批准，对外借款可以用于重整主体及下属企业的经营。天津睿成公司作为方正集团公司的下属公司，符合借款条件。于是方正集团公司为维持天津瑞成公司的职工稳定及基本运营，在管理人的指导和支持下，向天津睿成公司提供借款。并签订了《借款合同-共益债务使用项下适用》。后来方正集团公司认为天津睿成公司存在违约行为，因此主张债务加速到期，要求天津瑞成返还借款。法院最终支持了方正集团公司的主张，判决天津睿成按照合同约定返还借款并支付借款利息。该案例反映了共益债借款的一种特殊处置方式，债务人将共益债借款用于子公司的继续经营，需要满足多方条件，如法院特批、重整计划的通过等。

¹⁵ 北京市第一中级人民法院：北大方正集团有限公司与天津睿成置业有限公司民间借贷纠纷二审民事判决书，(2022)京 01 民初 82 号。

第三章 房企共益债融资的特点

共益债融资作为企业破产重整资金引入的重要手段之一，通过给破产企业注入流动资金，盘活企业的在建项目，使得房地产企业整体恢复运营实现收益，保障房地产企业、债权人、共益债权人等多方的权益。根据上文中对房企共益债融资案例的检索与分析，我们认为房企共益债融资具有如下特点：

第一，共益债融资的认定标准不明。根据《企业破产法》第 42 条的规定，共益债融资的发生必须在破产程序中，即人民法院受理破产申请后，裁定终结破产程序前。但是司法实践中对于在破产受理之前发生的债权是否应当确认为共益债务这一问题的态度模糊，存在同案不同判的情况：如在鹤壁市银盛置业有限公司与鹤壁市鼎盛房地产开发有限公司破产债权确认纠纷案与浙江亚西亚房地产开发有限公司与杭州宋都诚业投资管理有限公司破产债权确认纠纷案中，法院对在债务人进入破产程序前发生的债权确认为共益债务，而在陈水平、邓农与临湘市永生房地产开发有限公司破产债权确认纠纷案、杭州弘达景观工程有限公司、浙江亚西亚房地产开发有限公司破产债权确认纠纷案中，法院则对其进行了否定。

第二，共益债融资的资金用途缺乏统一标准。先行法律及司法解释对于共益债融资的资金用途的规定过于笼统，只规定了共益债务用于债务人的继续经营，但是何种费用属于继续经营，这一问题尚未得到解决。同时，我们在实务中也发现类似的问题，例如在北大方正集团有限公司与天津睿成置业有限公司民间借贷纠纷案中，债务人获得的共益债融资款项可以以维持公司继续经营的名义用于子公司的经营，此外，共益债融资的资金是否能够支付管理人的报酬这一问题在实践中同样存在争议。

第三，共益债融资的特殊法律性质尚未得到确认。例如，共益债融资借款从法律定性上来看，属于民间借贷或者金融贷款的一种，但是民间借贷有利率限制，在共益债融资中，如果借款利率低于四倍 LPR，投资人一般是不愿意进行投资的。但如果债务人与投资人约定了超过四倍 LPR 的借款利率，超出的部分利息又因违反《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》相关规定而无效。回溯到破产程序中的共益债融资，其借款利率是全体债权人和债务人共同意思自治的决策结果，与传统的民间

借贷活动具有本质上的不同，因此我们认为房企共益债具有自己的独特属性，应该在法律以及司法解释中赋予特殊法律性质，相关的法律规范应当对其作出协调处理。

第二部分 共益债融资制度的法律分析

第一章 共益债融资制度的立法情况

共益债融资制度起源于经济大萧条时期最早建立破产重整制度的美国，其本质是通过对仍具有营运价值的重整企业投资，提高重整企业的偿债能力，最大化地实现重整企业价值，最终为破产重整各方利益主体受益。本章节主要阐述共益债融资制度的起源及理论基础，并以域外研究的视角对重整融资的三种清偿地位：一般优先权、超级优先权和黄金优先权进行说明和分析，最后将视角集中于我国对共益债融资的立法现状，以《破产法司法解释三》的出台为分界点，分别从“前司法解释时代”和“后司法解释时代”两个视角对我国的共益债融资制度进行介绍。

一、理论基础

（一）共益债融资制度起源

美国经济大萧条时期，出现破产重整制度，重整融资制度相伴而生。二战后，美国私营铁路公司如雨后春笋，遍地丛生。这些私营铁路公司背后涉及诸多利益集团，并且通过发行债券筹措资本，跨州经营，经历一段野蛮生长时期。随着美国爆发金融危机，大量的私营铁路公司陷入营运困境，发生债务危机。其中不乏当时美国的第六大公司“宾州中央铁路”这样的大公司。由于尚无重整制度，这些企业只能通过债务重组方式缓解债务危机。

但将这些企业拆分出售给不同的债权人的价值显然低于完整的铁路网络的营运价值。铁路公司的破产清算涉及错综复杂的债务关系，将其分割出售势必会损害一部分债权人的利益。意识到将尚具有营运价值的企业直接进行破产清算是一件不符合经济效率的事，美国律师与法官在尚无明文规定的支持下，联手在司法实践中创设出“衡平接管”制度，即由法院指定一名接管人“接管”债务人财产，维持债务人的继续经营，直至寻找到合适的买家，将债务人完整出售。这便是重整制度的由来。法院指定的接管人接管

公司后仍需继续经营公司。铁路公司的维护和运营需要大量的资金，而铁路公司本身又面临财务危机，并无资金，于是出现债务人公司借款融资维持经营的情形，重整融资制度由此而生。¹⁶

1938年，美国破产法在《1938年钱德勒法案》第X章、第XI章、第XII章三章中规定了不同形式的重整救济程序，1978年美国国会将以上三章合并为美国现破产法的第11章。¹⁷现在的美国破产法第十一章第364条规定了美国重整融资制度。随后，包括我国在内的英国、法国、德国、日本等多国结合国情制定出各国破产重整制度。不同于美国将重整融资认定为管理费用的一种，我国将破产程序中（包括清算、和解、重整）的新生借款认为是共益债务，因此，在我国一般将破产程序中的新生借款称为共益债融资。

（二）共益债融资制度概念及其理论分析

由《中华人民共和国企业破产法》起草组编撰的《〈中华人民共和国企业破产法〉释义》将共益债务定义为破产程序进行中为全体债权人的共同利益由债务人财产及其管理人而产生的债务。与共益债务相对应的权利为共益债权。¹⁸对于共益债务的概念还存在不同理解，比如认为共益债务是“在破产程序中为全体债权人利益而由债务人财产负担的债务的总称”¹⁹，也有学者提出共益债务不应局限于有益于全体债权人，而是扩大到有益于全部利益相关者。尽管对共益债务的定义不尽相同，但无论是学术界还是实务中普遍认为共益债务发生在破产程序中，有益于全体债权人的利益。

共益债融资是共益债务的一种，是指在破产程序中，为维护破产企业的营运价值，最终有益于全体破产企业利益相关者而产生的一系列借款。

破产企业在破产程序进行借款有其必然性。企业进入破产程序往往都是因为面临债务危机，资金链断裂，无力偿还债务。此时的破产企业能够进行担保的财产殆尽，信用

¹⁶ 查尔斯·J·泰步：《美国破产法新论》，韩长印，何欢，王之洲译，第3版，中国政法大学出版社，2017年出版，第1141页

¹⁷ 同上 1136页

¹⁸ 《中华人民共和国企业破产法》起草组编：《中华人民共和国企业破产法》释义，人民出版社，2006年出版。第159页。

¹⁹ 王欣新：《破产法》，中国人民大学出版社，2007年出版，第393页。

也受到极大影响，想要从银行等金融机构正常获得贷款实属不易。如本文的主要研究对象房地产企业在房地产项目建设之初基本上会在所有土地与房产上设立抵押权，进入破产重整程序后，继续经营的方向一般为续工复建，房地产建设需要大量的资金，但房地产企业已无财产用于贷款。在没有共益债融资制度前，管理人一般会选择引入传统的战略投资人，签订《投资协议》，投资人制定投资方案并参与重整程序。与共益债融资模式比较而言，一方面传统战略投资模式的招募程序复杂，招募到意向投资人后需要围绕投资协议进行漫长的谈判过程，谈判成本较高；另一方面引入战略投资人不仅引入资金同时引入新的主体，对原有的企业的管理格局和债权人利益势必会产生新的影响。而借款融资只引入资金，不引入新的主体，相较而言成本更低、速度更快，更加有利于企业发展。综合考虑上述因素，破产企业往往会采取借款融资，维持企业经营。

将企业进入重整后的新生借款认定为共益债务符合公平与效率原则，降低促进破产企业融资难度。破产企业引入共益债融资的目的在于继续经营，发掘并实现企业的营业价值，企业营运价值实现后，债务人财产显著增加，债权人可分配财产也随之增加，这对破产重整利益相关人而言显然都是有益的。然而，一个面临债务和信用双重危机，已有诸多债权人的重整企业显然不是一个绝佳的投资对象。所以，破产企业若想融资，则必须给予投资人足够有吸引力和安全感的条件——共益债务具有随时清偿、优先清偿的优点。将进入重整后的新生债务认定为共益债务为新投资人提供有力的保障，有利于重整企业获得贷款，恢复经营能力，提高债权清偿率，最终有益于所有债权人及其他利益相关者。同时赋予重整融资债权人优先权，使受益的债权人及其他相关利益者同时也承担一定的风险，符合公平理念。

（三）共益债融资本质

重整融资制度并非简单的借款融资行为，其本质乃是通过仍具有营运价值的重整企业投资，提高重整企业的偿债能力，最大化地实现重整企业价值，最终为破产重整各方利益主体受益。无力偿债的企业究竟应该退出市场还是尽力挽救，重回市场，这取决于企业的未来是否还具有营运价值。如我国目前大量房地产企业面临破产，这些房地产公司虽然资金链断裂，缺少可担保财产，但手中有正在建设的楼盘，若将企业拆分出售，这些建设一半的楼盘基本会成为烂尾楼，烂尾楼的价值有限。但如果为房地产公司注入

资金，完成项目建设，这些楼盘又能通过出售创造出新的价值来，增加企业的财产，提高企业偿债能力。同时，购房人等债权人能够获得房产，供应商等债权人不但能受偿之前的债务，还能继续合作，完成新的交易，活跃市场经济，这显然是一种皆大欢喜的结局。

美国《破产法典》的立法记录中有这样一句话“商法重整的理念就在于：财产用于生产经营时的价值要高于被废弃出售时的价值。”²⁰重整融资的本质亦是如此。《孟子·梁惠王上》有云：“七八月之间旱，则苗槁矣。天油然作云，沛然下雨，则苗浡然兴之矣。”对于一家具有营运价值的企业而言，重整融资犹如久逢干旱后的一场及时雨，资金注入后，企业得以继续经营，提高自身价值，不仅能偿还债务，亦能重获新生。但须注意的是，重整融资并非适用于所有企业，若将资金融入一家不具有拯救价值的企业，无异于抱薪救火。企业不具有营运价值，投资人投入的资金最终无法产生新的价值，甚至会消失在无效的重整计划之中，原有债权人也因为新借款融资的产生导致可分配利益减损。这种放错地方的资源对于经济社会而言是一种浪费。可见，重整融资制度的本质仍是为具有拯救价值的企业注入动力，通过在重整期间的继续运营显著增加债务人财产和债务人可分配财产，最终债权人得以清偿、新投资人获得收益、债务人实现重生。而这种共益性赋予新投资人优先性，是共益债融资借款优先于其他债权受偿的正当性。

二、共益债融资制度域外研究

自美国于《1938年钱德勒法案》以及1978年破产法法案中确立重整融资制度以来，因国内企业破产融资的需要，各国纷纷确立了本国的重整融资制度。根据重整融资的清偿顺序不同，大致可以分为三类：优先于无担保债权的普通债权的一般优先权类型；优先于破产费用、其他共益债务的超级优先权类型；优先于有担保债权的黄金优先权类型。

（一）第一类：一般优先权

联合国国际贸易法委员会《破产法立法指南》在建议第64条中指出：“破产法应确定可为启动后融资提供的优先权，至少应确保对启动后融资提供者的偿付优先于普通

²⁰ 同1，1130页

无担保债权人，包括那些拥有破产管理费优先权的无担保债权人”²¹出于提高破产企业贷款成功率以及维护新旧债权人利益平衡的需要，各国也普遍给予破产程序中的融资借款优先于未设担保的一般债权清偿的一般优先权。

德国将进入破产程序后的管理费用称为财团债权，在财团债权下区分程序费用和财团债务。重整融资可以被归为程序费用以外的财团债务。根据《德国不能支付法》第 53 条，在分配收益时，财团债权人将（仅）以破产财团受偿，但其受偿顺序在破产债权人之前。²²

但为进一步激励贷款融资，《德国不能支付法》在第 264 条规定了一个特殊制度。债务人或承受合伙或公司在重整方案执行监督期间接受借贷及其他信贷的，或一个财团债权人将借贷及其他信贷置于监督期间的，在支付不能方案的形成部分中可以规定，支付不能债权人（破产前所形成债权的债权人）在顺序上后于其债权系由此种借贷及其他信贷产生的债权人。在此种情况下，应当同时为此种类的信贷规定一个总额（信贷额度）。该信贷额度不得超出在方案的财产一览表中列举的财产的价值。²³简单而言，德国企业在重整计划中设置监督程序与信贷额度（融资必须在信贷额度内），如果债权人会议通过该重整方案，则意味着在重整监督期间需启动第二个破产程序时，债权人同意在清偿顺位上退让，第二破产程序中的债权人优先于第一破产程序的债权人优先受偿。

日本通过《日本破产法》、《民事再生法》和《公司更生法》三部法律规范确立了破产重整程序。与我国相似，日本将重整融资认定为共益债务，赋予其一般优先权。日本将共益债务纳入财团债权范围内。大陆法系将破产财产视为破产财团，所谓财团债权是指破产程序运行期间发生的费用和债务。²⁴根据《日本破产法》第 49 条规定，财团债权可以随时清偿，不受破产程序制约。第 50 条规定，财团债权优先于破产债权清偿。

《公司更生法》与《民事再生法》规定相似，以《公司更生法》为例，第 127 条第 5 项将更生公司的管理人或董事，根据权限事实的专门借款行为或其他行为时产生的请求权

²¹联合国国际贸易委员会编著，《破产立法指南》，第 108 页

https://uncitral.un.org/sites/uncitral.un.org/files/media-documents/uncitral/zh/05-80721_ebook.pdf。

²² 莱因哈德·波克：《德国破产法导论》，王艳柯译，北京大学出版社，2014 出版，第 34 页。

²³ 杜景林，卢湛译：《德国不能支付法》，法律出版社，2002 年出版，第 132—133 页。

²⁴ 付翠英：《论破产费用与共益债务》，载于《政治与法律》，2010 年第 9 期，第 25 页。

视为共益债务。第 128 条规定将共益债务认定时间延伸至破产重整被法院受理前。²⁵根据该规定，企业申请重整至重整程序开始前，企业所必需的融资经法院许可与监督人同意后可以认定为共益债务。

（二）第二类：超级优先权

超级优先权²⁶是指重整融资优先于其他共益债务以及破产费用优先受偿。韩国破产法于 2009 年进行了大幅修改。在未修改前，韩国与日本对重整融资的法律规定相似，将破产程序中的融资认定为共益债务，并将共益债务认定时间延伸至破产申请开始时。不同之处在于韩国《公司整理法》第 180 条第 7 款项规定，重整程序中共益债权人之间按比例清偿；而清算程序中，部分共益债务优先受偿，剩余共益债务按比例清偿。但在韩国司法实践中该模式并未得到很好地落实。²⁷

（三）第三类：黄金优先权

黄金优先权（也称“头等优先权”）是指重整融资优先于担保债权优先受偿的权利，以美国《联邦破产法》第 364 条（d）项为典型代表。美国作为重整融资制度的鼻祖，在《联邦破产法》第 364 条规定了层层递进的重整融资制度。第 364（a）项规定债务人在企业营运中获取一般贷款无需法院批准，新的贷款人获得一般优先权地位，与其他管理费用²⁸一起优先于普通债权。第 364（b）项规定，若债务人需获取企业营运要求以外的融资，需通知债权人并提供听审机会经法院批准后，该笔融资获得一般优先权。第 364（c）项规定债务人无法通过前述规定获得融资时，经通知债权人、听审、获得法院批准后，可以将新取得的无担保融资置于其他管理费用清偿顺位之前，也就是超级优先权。同时允许在未设担保的财产或已设担保财产的剩余价值上设立担保。第 364（d）项规定，若债务人能够证明通过前述三种方式仍不能获取融资，则经通知、听审、法院批准后，可以允许新融资优先于担保债权优先受偿，也就是黄金优先权。黄金优先权的使用有着

²⁵ 孙建：《重整融资法律制度问题研究》，南京师范大学，2021 年博士论文，第 83 页。

²⁶ 也有学者将优先于担保债权人优先受偿的权利称为超级优先权，本文引用韩长印等人所译第三版《美国破产法新论》的名称，将优先于行政费用的重整融资优先权称为“超级优先权”。

²⁷ 陈景善：《重整融资之超级优先权模式：功能与构造》，载于《政治与法律》，2021 年第 9 期。第 69 页。

²⁸ 美国不区分破产费用与共益债务，统称为管理费用。

严苛的限制，必须是在前三种方式都无法获得融资的情形下才可以使用，债务人对上述事实承担严苛的证明责任。同时，需要为被降级的担保债权人提供“充分保护”。²⁹

三、我国立法现状

以《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国企业破产法〉若干问题的规定（三）》（下文简称《破产法司法解释三》）的出台为标志，我国的破产程序新生借款融资制度即共益债融资制度可以划分为“前司法解释时代”与“后司法解释时代”。

（一）“前司法解释”时代

1. 共益债务的规范与类别

法律规范 (名称、颁布机构及时间)	具体内容
《中华人民共和国企业破产法》（全国人民代表大会常务委员会 2007. 06. 01）	<p>第四十二条人民法院受理破产申请后发生的下列债务，为共益债务：</p> <p>（一）因管理人或者债务人请求对方当事人履行双方均未履行完毕的合同所产生的债务；</p> <p>（二）债务人财产受无因管理所产生的债务；</p> <p>（三）因债务人不当得利所产生的债务；</p> <p>（四）为债务人继续营业而应支付的劳动报酬和社会保险费用以及由此产生的其他债务；</p> <p>（五）管理人或者相关人员执行职务致人损害所产生的债务；</p> <p>（六）债务人财产致人损害所产生的债务。</p> <p>第四十三条破产费用和共益债务由债务人财产随时清偿。</p> <p>债务人财产不足以清偿所有破产费用和共益债务的，先行清偿破产费用。</p> <p>债务人财产不足以清偿所有破产费用或者共益债务的，按照比例清偿。</p> <p>债务人财产不足以清偿破产费用的，管理人应当提请人民法院终结破产程序。人民法院应当自收到请求之日起十五日内裁定终结破产程序，并予以公告。</p>

²⁹ 同 1，1171-1178 页。

	<p>第一百一十三条破产财产在优先清偿破产费用和共益债务后，依照下列顺序清偿：</p> <p>（一）破产人所欠职工的工资和医疗、伤残补助、抚恤费用，所欠的应当划入职工个人账户的基本养老保险、基本医疗保险费用，以及法律、行政法规规定应当支付给职工的补偿金；</p> <p>（二）破产人欠缴的除前项规定以外的社会保险费用和破产人所欠税款；</p> <p>（三）普通破产债权。</p> <p>破产财产不足以清偿同一顺序的清偿要求的，按照比例分配。</p> <p>破产企业的董事、监事和高级管理人员的工资按照该企业职工的平均工资计算。</p>
<p>《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国企业破产法〉若干问题的规定（二）》（最高人民法院2021.01.01）</p>	<p>第三条债务人已依法设定担保物权的特定财产，人民法院应当认定为债务人财产。</p> <p>对债务人的特定财产在担保物权消灭或者实现担保物权后的剩余部分，在破产程序中可用以清偿破产费用、共益债务和其他破产债权。</p>

在破产法解释三出台前，司法实践中，法官运用扩大解释的技术将重整融资认定为企业破产法第四十二条第四项规定的为债务人继续营业而应支付的劳动报酬和社会保险费用以及由此产生的其他债务，从而将破产程序中的借款纳入共益债务。从学理上而言，进入破产程序后为维持运营而产生的债务有益于破产企业利益相关者，理应认定为共益债务。

企业破产法第 43 条确立了共益债务随时清偿、比例清偿的原则；第 113 条确立了共益债务与破产费用优先于无担保的债权受偿原则。企业破产法解释二第 3 条则规定共益债务劣后于担保债权清偿。

2. “新生融资”的性质与规定

法律规范 (名称、颁布机构及时间)	具体内容
<p>《中华人民共和国企业破产法》（全国人民代表大会常务委员会 2007.06.01）</p>	<p>第二十六条在第一次债权人会议召开之前，管理人决定继续或者停止债务人的营业或者有本法第六十九条规定行为之一的，应当经人民法院许可。</p> <p>第六十九条管理人实施下列行为，应当及时报告债权人委员会：</p> <p>（一）涉及土地、房屋等不动产权益的转让；</p> <p>（二）探矿权、采矿权、知识产权等财产权的转让；</p> <p>（三）全部库存或者营业的转让；</p>

	<p>(四) 借款； (五) 设定财产担保； (六) 债权和有价证券的转让； (七) 履行债务人和对方当事人均未履行完毕的合同； (八) 放弃权利； (九) 担保物的取回； (十) 对债权人利益有重大影响的其他财产处分行为。 未设立债权人委员会的，管理人实施前款规定的行为应当及时报告人民法院。</p> <p>第七十五条在重整期间，对债务人的特定财产享有的担保权暂停行使。但是，担保物有损坏或者价值明显减少的可能，足以危害担保权人权利的，担保权人可以向人民法院请求恢复行使担保权。</p> <p>在重整期间，债务人或者管理人为继续营业而借款的，可以为该借款设定担保。</p>
--	--

破产企业主要可以通过三种方式获得融资：资产融资、债权融资、股权融资。资产融资是指通过变卖破产企业的资产获得融资。《企业破产法》第六十九条规定，管理人有权处分破产企业的财产，包括土地、房屋等不动产，探矿权、采矿权、知识产权等财产权，全部库存或者营业，债权和有价债券。管理人处分上述财产时需向债权人委员会报备。管理人通过将企业经营非必要资产出售能够获得流动资金，为企业注入优良资产，维持企业继续经营。

债权融资是通过改变负债结构进行融资，主要包括借款融资和发行债券两种方式，其优点在于引入资金的同时不会对企业控制权产生影响，债权融资的核心在于解决清偿优先权问题。

股权融资一般出现在股权尚有价值的破产企业。企业一般通过增资、减资、股份让渡、债转股等方式实现股权融资。《上市公司重大资产重组管理办法》对重组企业发行新股做出详细规定。破产企业进行债权转股权需按照工商总局颁布的《公司债权转股权登记管理办法》相关规定进行。

3. 优先权的实现路径

在破产法司法解释三出台前，对于破产程序中新生借款的清偿顺序并无明文规定。然而在司法实践中，债务人需要给予投资人优先权以吸引贷款、投资人需要优先权确保资金安全、法院需要推动企业破产进程，在三方需求的催动下，司法实践中出现多种方

式实现破产程序中的新生借款优先权。

（1）破产费用

部分管理人通过将进入破产程序后的借款解释为《企业破产法》第四十一条所规定的第二款管理、变价和分配债务人财产的费用以及第三款管理人执行职务的费用、报酬和聘用工作人员的费用，从而使新生借款按照破产费用的优先顺位清偿。例如，将用来支付看守破产企业设备的保安工资的借款认定聘用工作人员的费用，将用于支付评估企业资产价值的评估费用的借款认定为变价债务人财产的费用。通过上述费用实现借款的优先受偿权。

（2）共益债务

在破产法司法解释三出台前，虽然破产程序中的借款融资性质并不明确，但司法实践中，法官和管理人出于对法律原则的理解和公平合理的角度，将借款认定为共益债务。这种约定俗成的认定对投资人而言不具有足够的安全性，所以为了打消投资者的顾虑，法院会采取复函、签字、下发裁定书等方式将借款认定为共益债务或者参照共益债务处理，给投资者吃下一颗“定心丸”。

2015年，江苏舜天船舶股份有限公司为维护公司员工及债权人的合法权益，保证公司在破产重整期间生产秩序正常，管理人拟向其控股股东江苏舜天国际集团有限公司借款，借款金额不超过5亿元，用于船舶建造业务及维持日常经营。对此，南京市人民法院在（2015）宁商破字第26号之四复函中回应：“准许江苏舜天船舶股份有限公司管理人向江苏舜天国际集团有限公司借款不超过5亿元，用于船舶建造业务及维持日常经营。该借款依法在本案中按共益债务处理。”2017年，四川省富邦钒钛制动鼓有限公司管理人提出拟以富邦公司管理人为贷款主体向攀枝花市商业银行贷款25,000,000元，用于清偿部分职工债权、支付厂区看护费用、支付继续履行工程造价审计合同所需费用、地质灾害处置措施费用，请求同意将上述借款的性质认定为共益债务。人民法院同意这一行为，并明确表示“该笔贷款25,000,000元的本息可在破产重整或破产财产分配方案中全额优先于其他债权受偿。”³⁰

通过将借款融资认定为共益债务或参照共益债务处理，债权人能够取得优于普通债

³⁰ 南京市人民法院：江苏舜天船舶股份有限公司破产案，（2015）宁商破字第26号之四准许借款复函。

权的清偿权利，在一定程度上保障资金安全性。

（3）债权转让

通过收购有优先权的债权从而获得该债权的优先性是实践中保障借款融资安全操作方式之一。

如在最高人民法院 2009 年发布的《关于正确审理企业破产案件为维护市场经济秩序提供司法保障若干问题的意见》中明确指出：“政府或第三方就劳动债权的垫款，可以在破产程序中按照职工债权的受偿顺序优先获得清偿。”劳动债权垫款方的优先受偿的正当性来源在于这种垫资行为类似于购买职工债权，从而代替职工债权获得职工债权的优先受偿地位。

在房地产行业中，土地与在建工程上基本都设置了抵押，投资人为实现优先受偿，会采取收购抵押权的方式。这种方式出现在房地产行业的很大一部分原因在于，投资人投入资金完成项目建设后，担保财产极有可能高于原担保债权的价值。所以收购原担保债权不但不会受损还会有利于借款的优先受偿。而原担保权人也顺利退出，避免重整失败后，新生借款优先受偿对其利益可能造成的损害。

（4）债权人权利让渡债权人同意给他优先顺位，意思自治的结果。

破产法的本质是私法，并不排除当事人的意思自治。若新债权人能够与旧债权人达成一致，旧债权人自愿让渡优先受偿权，劣后于新债权人受偿，新债权人因当事人约定而获得优先受偿权。

2017 年，宁国市永丽房地产开发有限公司一案中，经第一次债权人委员会会议表决通过：“认可上述借款（包含本金、利息、罚息等费用）和管理费的性质确定为破产共益债务，在今后重整或清算程序中均优先于购房户债权、建设工程价款债权、有财产担保债权、税收债权等债权，并随时清偿；”人民法院也认可该决议，同意借款。³¹

破产法并无明文规定禁止借款融资获得第一优先权，优先于债务人的全部债权人受偿。对于房地产这样的企业而言，进入破产程序时，许多建设项目因资金问题停工。若能够注入资金完成项目建设，其价值将远大于“烂尾楼”。项目复工意味着建设方能够继续合作、消费者能够拿到房产、担保权人受损风险降低。因此，具有与其他优先债权

³¹ 安徽省宁国市人民法院：宁国市永丽房地产开发有限公司破产案，（2017）皖 1881 民破 4-16 号。

人谈判成功的可能性。优先债权人的这种权利让渡不违反法律强制性规定，属于意思自治的结果，受到法律保护。

（二）《破产法司法解释三》的出台

1. 出台背景

《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国企业破产法〉若干问题的规定（三）》由最高人民法院于 2019 年颁布。它的制定与颁布具有复杂的原因，具体如下。

首先，虽然司法实践中普遍将破产后的借款融资认定为《破产法》第四十二条的共益债务，但该条规定存在缺陷，不难满足破产实践的需要。《破产法》第 42 条第 4 项规定的借款目的是为支付应付的劳动报酬和社会保险费用以及由此产生的其他债务。从文义上看，这些借款用途具有很强的社会属性，不免让人疑惑，营业借款不具有社会属性，为何能应用该条款。而兜底性的其他债务边界模糊，缺乏认定标准。长此以往会对司法的统一带来障碍。因此需要对该条文做进一步的补充说明。

其次，破产法司法解释三的出台受到政治因素的影响。当时世界银行在为我国做出的《营商环境破产改革诊断报告》中认为我国未明确规定破产程序中贷款人的优先受偿次序，现有法律框架未为贷款人提供足够的优先权保护。而根据世界银行营商环境评估框架力度指数评分标准，若赋予提供贷款的债权人优先于无担保债权人受偿，则能够获得 1 分。我国对于贷款人的优先权并非无规定，只是规定不够明确，散见于企业破产法的规定中。为弥补这一缺憾，破产法司法解释三应运而生。

国务院、发改委等多部门也呼吁优化营商环境，2019 年十三部委联合发布《加快完善市场主体退出制度改革方案》，《方案》指出对陷入财务困境但仍具有经营价值和再生希望的企业，支持债权人、债务人及利益相关方利用破产重整或庭外协议重组等方式，推动企业债务、股权结构和业务重组，恢复生产经营。《破产法司法解释三》正是在多方面呼吁与要求下出台。

2. 法条评析

《破产法司法解释三》第 2 条规定：“破产申请受理后，经债权人会议决议通过，或者第一次债权人会议召开前经人民法院许可，管理人或者自行管理的债务人可以为债务人继续营业而借款。提供借款的债权人主张参照企业破产法第四十二条第四项的规定

优先于普通破产债权清偿的，人民法院应予支持，但其主张优先于此前已就债务人特定财产享有担保的债权清偿的，人民法院不予支持。管理人或者自行管理的债务人可以为前述借款设定抵押担保，抵押物在破产申请受理前已为其他债权人设定抵押的，债权人主张按照民法典第四百一十四条规定的顺序清偿，人民法院应予支持。”

这条规定并没有在破产法第 42 条的基础上创设新的制度，本质上只是对已有的共益债务制度的进一步明确。具体表现为在实体方面，明确进入破产程序的债务人为继续营业而产生的借款的优先清偿顺位问题，优先于普通债权、劣后于破产前的担保债权人；明确可以为共益债务新设担保，按照《民法典》的担保清偿顺序清偿。在程序方面，明确共益债融资须经债权人会议通过。

但对于固有的“为债务人继续营业而借款”的边界模糊问题、共益债融资与其他共益债务的清偿顺位问题、共益债融资与破产费用的清偿顺位问题等并未提出实际有效的解决方案，并不能保障投资人的资金安全。条文使用“参照共益债务”也意味着破产后为经营借款的法律性质并非共益债务。破产后为营业借款的法律性质仍缺乏明文规定。另一方面，《破产法司法解释三》第 2 条从性质上而言是一条任意性规范，这种法律规定的空白就为当事人意思自治留下灵活的空间。

3. 债权人自治下的“立法留白”

(1) 融资性借款留白

根据《破产法司法解释三》第 2 条规定，企业为继续经营而产生的借款可以参照企业破产法第 42 条第 4 款认定为共益债务。企业破产法第 42 条第 4 款规定“为债务人继续营业而应支付的劳动报酬和社会保险费用以及由此产生的其他债务”认定为共益债务。将两条规定结合来看，“为继续经营而产生的借款”具体范围应当是指企业因继续营业、维持运转而不得不支付的职工工资、为职工缴纳的社会保险费用等周转资金而产生的借款。但对于重整企业为重获新生，增加企业价值而产生的融资性借款是否属于共益债务仍然缺乏明确规定。³²

既然法律并未明确禁止重整企业进行融资性借款，那么企业自然可以进行融资性借

³² 最高人民法院民事审判第二庭：《最高人民法院关于企业破产法司法解释（三）理解与适用》，人民法院出版社，2019 年出版，第 44 页。

款。同时因为该条规定未明确说明包含融资性借款在内，融资性借款的清偿顺序也不必适用该条款规定。

（2）“超级优先顺位”留白

由于法律对于融资性借款的规定有所保留，融资性借款的清偿顺位具有了自治的空间。如前文所述，《破产司法解释三》第2条是一条任意性规范，不具有强制性。法无禁止即可为，债权人之间可以通过协商使旧债权人让渡优先受偿权，从而实现超级优先顺位。

（三）地方法院实践

1. 各地相关规范

名称	具体内容
《江西省高级人民法院关于审理企业破产预重整案件工作指引》（江西省高级人民法院 2022. 6. 15）	第三十三条【预重整期间的融资】预重整期间，经临时债权人委员会批准，并经人民法院许可，债务人可以为继续营业而借款。受理重整申请后，该借款可以作为共益债务参照《中华人民共和国企业破产法》第四十二条第四项的规定清偿。
《海南自由贸易港企业破产程序条例》（海南省人民代表大会常务委员会 2022. 03. 01）	<p>第五十三条破产费用和共益债务由债务人财产随时清偿。债权人、管理人、债务人的出资人、实际控制人或者其他利害关系人垫付破产费用和共益债务的，垫付款项按照破产费用和共益债务的顺序从债务人财产中向垫付人随时清偿。</p> <p>破产申请受理后，经债权人会议决议通过，或者第一次债权人会议召开前经人民法院许可，自行管理的债务人或者管理人可以为债务人继续营业借款。该借款产生的债务列入共益债务。经对债务人特定财产享有担保权的债权人同意，债权人会议可以决议上述借款的清偿顺序优先于该担保债权。</p> <p>债务人财产不足以清偿破产费用，管理人应当提请人民法院终结破产程序。人民法院应当自收到请求之日起十五日内裁定终结破产程序，并予以公告。</p>

<p>《关于加强对破产重整企业金融支持的意见》 （河南省高级人民法院、河南省地方金融监督管理局、中国人民银行郑州中心支行、中国银行保险监督管理委员会 2021. 12. 10）</p>	<p>十四、确实具备挽救重生价值的重整企业为继续营业而申请融资的，在符合融资条件的情况下，鼓励金融机构提供融资便利，该部分债务应作为共益债务。</p>
<p>《上海市高级人民法院、中国人民银行上海分行关于合作推进企业重整优化营商环境的会商纪要》（上海市高级人民法院，中国人民银行上海分行 2020. 04. 03）</p>	<p>4.（提供融资便利）确实具备挽救重生价值的重整企业为继续营业而申请融资的，在符合融资条件的情况下，鼓励金融机构提供融资便利，该部分债务作为共益债务优先得到清偿。</p> <p>重整计划执行期内，管理人应严格审查重整企业融资需求，并出具融资计划可行性意见，协助配合金融机构开展贷款尽职调查，如实提供金融机构所需的资料和信息。</p> <p>金融机构按照审慎原则开展企业信用调查，鼓励探索适合重整企业的融资方式，合理确定融资成本，支持重整企业尽快回归正常经营。</p>
<p>《关于做好新冠肺炎疫情防控期间破产审判工作的实施意见》（江苏省高级人民法院 2020. 02. 18）</p>	<p>十五、重整计划执行期内，管理人应严格审查重整企业融资需求，并出具融资计划可行性意见，协助配合金融机构开展贷款尽职调查，如实提供金融机构所需的资料和信息。</p> <p>金融机构应当按照审慎原则开展企业信用调查，鼓励探索适合重整企业的融资方式，合理确定融资成本，对重整后企业的合理融资应当按照正常企业标准，依法依规予以审批，支持重整企业尽快恢复正常经营。</p>
<p>《江苏省高级人民法院关于为依法防控疫情和促进经济社会发展提供司法服务保障的指导意见》（江苏省高级人民法院 2020. 02. 13）</p>	<p>10. 依法妥善审理受疫情影响的企业破产案件。对主营业务发展良好，但受疫情影响而暂时不能清偿到期债务的企业，一般不应认定该企业具备破产原因，债权人申请破产的，依法不予支持。加强涉疫情防控物资生产经营企业的重整、和解工作，对仅因疫情影响而出现短期资金困难、不能清偿到期债务的企业，债权人申请破产的，应当积极引导债权人与债务人协商达成债务清偿和解方案，依法灵活、及时处置涉疫情重要物资。对于生产防控疫情物资的破产企业，应当积极运用府院协调联动机制，尽快帮助企业复工复产，经营期间支付的职工工资、融资借款等，作为共益债务随时清偿。疫情防控期间，开展破产企业接管、清产核资、企业管理、企业复工等工作的，应严格落实地方政府防疫工作的各项要求。因受疫情影响，重整投资人招募困难或者无法制定可行的重整计划草案的，可以适当延长重整期间。债权人因受疫情影响无法按时申报债权的，可以在破产财产最后分配前补充申报，无需承担审查和确认补充申报债权的费用。</p>

<p>《常熟市人民政府办公室关于建立常熟市企业破产处置协调联动机制的意见》（常熟市人民政府办公室 2019. 12. 12）</p>	<p>（五）加强破产重整金融支持。协调拓宽重整融资渠道，利用区域性股权、产权、金融资产和大宗商品交易平台，针对有价值的待履行合同设计融资方案及交易结构，吸引民间资本参与，同时将有关债务认定为共益债务，确保投资者资金安全。推动银行业金融机构对符合条件的破产企业及时组建银行业金融机构债权人委员会。协调解决社会信用体系建设和人民银行征信系统信用修复问题。企业破产重整后法院将企业信息报银行债权人，银行债权人在核实信息后调整企业信贷五级分类报人民银行征信中心调整企业信用</p>
<p>《苏州市吴中区人民法院关于审理预重整案件的实施意见（试行）》（苏州市吴中区人民法院 2019. 06. 27）</p>	<p>第十三条预重整期间，债务人因持续经营需要，经管理人同意，可以对外借款。受理重整申请后，经本院审查，该借款可以作为共益债务从债务人财产中清偿。</p>
<p>《扬州市政府办公室关于建立扬州市企业破产处置协调联动机制的实施意见》（扬州市政府办公室 2019. 10. 10）</p>	<p>（二）协调完善破产案件经费保障制度。市、县（市、区）两级政府分别建立企业破产工作专项资金，用于无产可破或资不抵债企业破产案件的工作费用（包括：诉讼费用、管理、变价和分配债务人财产的费用，破产管理人执行职务的费用、报酬和聘用工作人员的费用），由财政部门管理。（责任单位：市财政局、市司法局、中级法院，各县市区人民政府）</p> <p>企业破产相关经费管理和使用应遵循公开透明、专款专用、滚动补偿和严格监管的原则，实行单独核算，专门管理。（责任单位：市财政局、市司法局、中级法院）</p> <p>鼓励社会力量提供资金用于破产案件相关费用的先行垫付，按不低于银行同期贷款利率计算利息，作为共益债务及时清偿。</p>
<p>《昆明市中级人民法院关于规范全市法院房地产企业破产案件审理相关问题的指引（试行）》（昆明市中级人民法院 2019. 11. 19）</p>	<p>17. 房地产企业涉及未完工在建工程项目的，管理人在接管债务人财产后应当协调地方政府，对是否进行工程后续建设可以聘请专业机构进行商业评估，也可以采纳重整投资人等第三方聘请的专业机构所做的商业评估，根据项目实际情况提出是否进行后续建设、如何进行后续建设的建议，由债权人会议表决通过，努力促使工程继续施工和竣工，为履行商品房预售合同创造条件，最大化实现全体债权人利益和减少社会财富的浪费，复工续建产生的工程欠款可作为共益债务随时清偿。</p> <p>18. 复工续建原则上应由原施工单位、监理单位等完成，确保施工环节的衔接及工程质量的保障。需要更换施工单位、监理单位的，原则上应重新进行招标投标程序。因原施工单位或者其他第三人原因，导致复工续建工作无法正常开展的，管理人应当协调有关部门及时排除妨碍。</p> <p>19. 复工续建资金的筹集，应当创新思路采取多渠道的资金筹集方式，除协调地方政府积极支持外，可以进行市场化融资并依托金融资产交易平台引入社会投资者，丰富破产企业市场化处置的新机制，积极探索施工单位带资续建及证券化融资模式，具体方案需经债权人会议或由债权人会议授权的债权人委员会表决通过。由管理人负责工程续建融资的具体使用，法院对融资的使用有权进行监督。</p>

<p>《关于提升“办理破产”质效优化营商环境的实施意见》（深圳市中级人民法院 2019.04.30）</p>	<p>12. 依法认定程序启动后融资的优先受偿地位。准确把握《企业破产法》第四十二条第（四）项关于共益债务的规定，严格遵照《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国企业破产法〉若干问题的规定（三）》第二条的规定，明确程序启动后融资人债权的共益债务性质及其优先受偿地位，鼓励对债务人企业继续经营提供资金支持，促进债务人财产保值增值，促进融资债权人及其他债权人利益最大化。</p>
<p>《关于审理破产案件若干问题的解答》（四川省高级人民法院 2019.03.20）</p>	<p>4. 债务人的全部财产均设定担保，无剩余财产或是剩余财产不足以支付破产费用的情况下，能否终结破产清算程序转入执行程序？</p> <p>答：不能。破产程序本质上也是一种执行程序，是相对个别执行程序而言的一种为实现全体债权人公平清偿的概括执行程序。担保权人的权利指向的是担保物变现价款的优先受偿权，而非对担保物本身享有所有权或使用权，已依法设定担保物权的特定财产仍属于债务人财产，在破产程序中，对担保物的执行，除应遵循《中华人民共和国物权法》《中华人民共和国担保法》的有关规定外，还应遵守《企业破产法》的相关规定。在债务人财产已全部或大部分设置担保的情况下，破产程序主要是为担保权人利益进行，根据《中华人民共和国物权法》第一百七十三条的规定，“保管担保财产和实现担保物权的费用”属于担保物权的担保范围，可从担保物变现价款中优先受偿，故担保权人应当根据担保物是否受益及受益情况来承担该部分破产费用或共益债务。《企业破产法司法解释二》规定破产费用和共益债务应在担保物权实现之后剩余部分进行清偿，此处的破产费用和共益债务应是指与担保物权实现无关的破产费用和共益债务。对担保权人应承担的破产费用和共益债务之外的费用，当前仍只能通过破产费用基金或是协调债权人、债务人的出资人及其他利害关系人垫付破产费用等方式依法完成破产程序，终结破产程序转入执行程序的做法缺乏法律依据，也妨碍了破产程序所承载的公平清偿和市场退出机制功能的发挥。</p>

2. 特点

(1) 各地颁布与共益债融资相关的规定时间上集中于 2019 年《破产法司法解释三》出台之后。

(2) 与共益债融资相关的各项意见、规定颁布的主体大多为当地政府与人民法院。

(3) 内容上分为三类：一类是鼓励性政策，积极鼓励借款融资，要求各部门配合，但无具体政策；二类规定清偿顺序，海南省制定的《海南自由贸易港破产程序条例》规定“经对债务人特定财产享有担保权的债权人同意，债权人会议可以决议上述借款的清偿顺序优先于该担保债权。”该规定极具创新性，为企业进行借款融资提供保障，盘活

企业重整程序。三类规定预重整程序，预重整³³制度在我国尚在试点推广阶段，各地都在积极尝试构建预重整制度。苏州市吴中区人民法院将预重整期间的借款按照共益债处理。

对于这些极具创新的规定，对其合法性和实施后的效果都有待讨论。

四、小结

重整融资制度起源于美国，美国法官认为将私营铁路公司拆分出售的价值远低于其营运价值，因而创造“衡平接管”制度，允许债务人在重整后借款，实现其营运价值。为激励投资人积极借款给重整企业，必须赋予重整后的债权人一定的优先受偿权，免去投资人对财产安全的后顾之忧。各国的重整融资制度根据清偿优先顺位不同，可以分为以日本和韩国旧破产法为代表的一般优先权模式，以韩国新破产法为代表的超级优先权模式，以美国为代表的黄金优先权模式。在我国，企业进入破产程序后，不论是清算、和解或是重整程序，为经营而产生的借款被认定为共益债务，根据《破产法司法解释三》第2条的规定，参照共益债务清偿。共益债融资的本质是将资金注入有拯救价值的企业，实现企业的营运价值，实现“一个陷入经营困境企业的消失和一个良性运行公司的全新开始”。这对于债权人提高债务清偿率也具有重要意义，因此共益债融资能够取得优先清偿顺位。

我国以破产法司法解释三出台为界限，可以分为前司法解释时代和后司法解释时代。司法解释三出台前，司法解释已经根据企业破产法第四十二条第四项将重整程序中的借款融资认定为共益债务。司法解释三是我国针对世界银行出具的《营商环境破产改革报告》提出的问题而制定的。其本质上只是对已有的分散于企业破产法与物权法中的有关共益债融资的规定进一步集中明确，但并未解决破产法第四十二条第四项的性质模糊，其他债务边界不清等问题，也未能赋予共益债融资更高的优先受偿权。因破产法司法解释三并未确立新的共益债融资制度，因此实务中一般采用将借款认定为破产费用，购买担保债权，通过债务人会议约定或认定为未履行完毕的合同从而实现优先受偿。司法解释

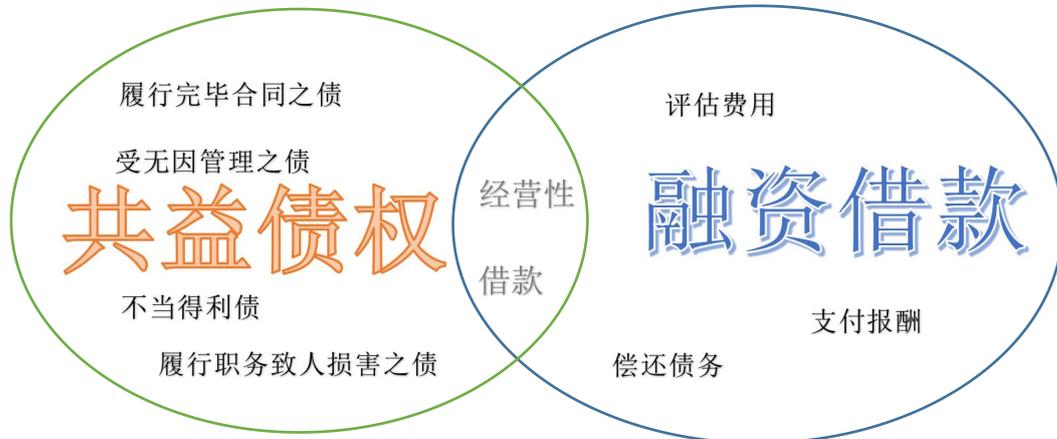
³³ 预重整，是指在债务企业进入法定重整程序之前，债权人与债务人、出资人等利害关系人就债权债务等事项进行协商讨论并达成重整计划草案，以此来挽救债务危机企业的一种制度。

三出台后，各地区也随之颁布一些地方规定，其中江西将预重整制度中的借款参照共益债融资处理，缓解企业在破产申请后到破产申请受理前的融资难问题。

第二章 “共益债融资” 的认定标准

本章主要探讨我国对共益债务的认定标准及其相关的理论争议。根据破产法司法解释三的规定，将融资借款认定为共益债务需要满足两个实体条件：第一，共益债务发生于破产申请受理后；第二，借款用途是用于债务人继续营业。但在理论和实务中针对上述两个实体条件又出现了各种例外情形：如共益债务的形成时间能否延伸至破产受理前或延伸至重整计划的执行阶段、在实务需求的增长下，借款用途能否扩张为清偿债务等其他内容、我国现行立法的解决路径……这都是本章值得探讨的话题。此外，本章将介绍我国对共益债融资确认程序中存在的双重审批机制以及多重权利下的“优先性确认”程序，探讨不同主体对共益债务的确认方式及流程。

一、共益债权和融资借款的关系



本文所有分析的前提是要厘清共益债权和融资借款两个概念。债务人在破产程序中进行融资的行为是一种法律行为，共益债权则是对这种在重整程序中发生的债权的一种法律定性。其特定范围是指《企业破产法》第 42 条通过列举式规定的 6 种类型，即履行未履行完毕合同产生的债务、债务人不当得利产生的债务、为继续营业支付的劳动报酬、社保费用和其他债务、职务侵权产生的债务、债务人财产致人损害产生的债务。而融资借款是指为不同目的所产生的具有融资性质的资金，包括经营性借款、评估费用、

偿还债务、支付报酬等。

共益债权与融资借款二者的相交集部分，即经营性借款，则是本文主要讨论的共益债融资的类型，也指后文所提到的狭义的共益债概念。二者相加的全部范围则是指广义的共益债概念。

二、实体条件

根据破产法司法解释三的规定，融资借款被认定为共益债务需满足两个实体条件。一是该借款必须发生在破产申请受理之后；二是该借款的目的必须是为了维持企业经营。

（一）形成时间：发生于破产申请受理后

1. 破产程序中的“财团债务”

共益债融资是一种财团债务，财团债务与财团费用构成财团债权。而财团债权是管理人管理处分破产财团的产物。所谓破产财团是指破产财产。³⁴在进入破产程序前企业的财产归属于企业所有，可以自行处管理，但一旦进入破产程序，企业财产就会转变为破产财团，交由管理人管理处分。破产申请的受理是一道鲜明的分水岭，只有在财产成为破产财团后对其处管理所产生的必要费用才能称为财团债权。在此之前的借款融资行为仍属于企业的正常交易活动，其所拥有的只是在企业进入破产程序后的普通债权请求权，与其他债权人一起等待分配破产财团。而进入破产程序后，此时的借款融资才具有了共益性。因此，一般规定共益债务产生于破产申请受理后。

2. 能否延伸至破产受理前

企业从申请破产至法院受理破产申请前存在一段时间，此时企业虽未进入破产程序，但实际上已经处于破产状态。部分企业若继续经营，需注入新资金，否则在这段空白期内将停产停业，甚至导致企业价值降低。为解决以上问题，日本破产相关法规规定经法院和监督人批准，允许将企业在破产申请后至破产申请受理前产生的必要的借款认定为共益债务。³⁵

³⁴ 同9

³⁵ 丁燕：《论破产重整融资中债权的优先性》，载于《法学论坛》，2019年第3期，第113-114页。

我国目前也在积极推进预重整制度，部分地区已经将预重整阶段产生的借款认定为共益债务。2022年江西省高院发布《江西省高级人民法院关于审理企业破产预重整案件工作指引》，第三十三条规定预重整期间，经临时债权人委员会批准，并经人民法院许可，债务人可以为继续营业而借款。受理重整申请后，该借款可以作为共益债务参照《中华人民共和国企业破产法》第四十二条第四项的规定清偿。因此，破产企业在破产申请后至破产申请受理期间产生的借款融资在特定情形下也能成为共益债务。

法规 (名称、颁布机构及实施时间)	具体内容
《江西省高级人民法院关于审理企业破产预重整案件工作指引》 (江西省高级人民法院 2022.06.15)	第三十三条【预重整期间的融资】预重整期间，经临时债权人委员会批准，并经人民法院许可，债务人可以为继续营业而借款。受理重整申请后，该借款可以作为共益债务参照《中华人民共和国企业破产法》第四十二条第四项的规定清偿。
《苏州市吴中区人民法院关于审理预重整案件的实施意见（试行）》 (苏州市吴中区人民法院 2019.06.27)	第十三条预重整期间，债务人因持续经营需要，经管理人同意，可以对外借款。受理重整申请后，经本院审查，该借款可以作为共益债务从债务人财产中清偿。
《苏州市吴江区人民法院审理预重整案件的若干规定》 (苏州市吴江区人民法院 2020.02.19)	第七条（预重整期间的借款）预重整期间，经本院许可，债务人可以为继续营业而借款。受理重整申请后，该借款可以参照企业破产法第四十二条第四项的规定清偿。 债务人可以为前述借款设定抵押担保，抵押物已为其他债权人设定抵押的，按照物权法第一百九十九条规定的顺序清偿。
《威海市中级人民法院关于审理预重整案件的操作指引（试行）》 (威海市中级人民法院 2021.07.16)	第二十三条【预重整期间的融资】预重整期间，经临时债权人委员会批准，债务人可以为继续营业而借款。受理重整申请后，该借款可以参照《企业破产法》第四十二条第四项的规定清偿。

<p>《郑州市中级人民法院审理预重整案件工作规程（试行）》（郑州市中级人民法院 2019. 12. 04）</p>	<p>第二十九条【预重整期间的借款】预重整期间，债权人会议同意或人民法院许可债务人因继续营业的借款，重整申请受理后，可以参照《企业破产法》第四十二条第四项的规定清偿。</p>
<p>《审理企业重整案件的工作指引（试行）》（深圳市中级人民法院 2019. 03. 25）</p>	<p>第三十六条在预重整期间，债务人因持续经营需要，经合议庭批准，可以对外借款。受理重整申请后，该借款可参照《中华人民共和国企业破产法》第四十二条第（四）项的规定清偿。</p>
<p>《湖北省十堰市中级人民法院企业破产案件预重整审理规范》（湖北省十堰市中级人民法院 2021. 12. 16）</p>	<p>第十四条【共益债务与破产费用】 本院受理破产案件后，债权人会议表决通过的方案中明确，预重整日后，为债权人的共同利益而发生的债务，临时管理人可以参照共益债务的规定进行处理；为管理和变价债务人财产的费用与临时管理人执行职务的费用和聘用工作人员的费用，临时管理人可以参照破产费用的规定进行处理，单个债权人以该决议内容违法为由申请本院撤销的，本院不予支持。</p>
<p>《破产案件预重整操作指引（试行）》（四川省成都市中级人民法院 2020. 08. 24）</p>	<p>第十一条【预重整期间费用】预重整期间债务人的相关费用支出应遵循控制成本、必要性及有利于债务人财产价值保值、增值原则，在本院裁定受理重整申请后可列入破产费用。费用支出范围不得涉及债务人债务的履行。</p>
<p>《吉林省长春市中级人民法院预重整工作实施细则（试行）》（吉林省长春市中级人民法院 2020. 07. 27）</p>	<p>第二十六条 预重整期间，债务人因继续营业需要而借款的，经债权人同意及法院许可的。受理重整申请后，该借款可以参照企业破产法第四十二条第四项的规定清偿。</p>
<p>《株洲市中级人民法院破产案件预重整工作指引（试行）》（株洲市中级人民法院 2022. 06. 06）</p>	<p>第二十三条【债务人对外借款】预重整期间，债务人因持续经营需要，经临时管理人同意，可以对外借款。受理重整申请后，经本院审查，该借款可以作为共益债务从债务人财产中清偿。</p>
<p>《湖南省岳阳市中级人民法院审</p>	<p>第二十一条 预重整期间，债务人因持续经营需要，经临时</p>

<p>理预重整案件的工作指引（试行）》（湖南省岳阳市中级人民法院）2022. 11. 21</p>	<p>管理人同意，可以对外借款。受理重整申请后，经本院审查，该借款可以作为共益债务从债务人财产中清偿。</p>
<p>《淄博市中级人民法院关于审理预重整案件的工作指引（试行）》（淄博市中级人民法院 2020. 06. 30）</p>	<p>第二十五条【预重整期间的融资】预重整期间，经临时债权人委员会或金融债权人委员会批准，债务人可以为继续营业而借款。受理重整申请后，该借款可以参照《企业破产法》第四十二条第四项的规定清偿。</p>
<p>《苏州工业园区人民法院审理破产预重整案件的工作指引（试行）》（苏州工业园区人民法院 2020. 04. 20）</p>	<p>第二十五条【预重整期间的借款】预重整期间，债务人因继续营业需要而借款的，经债权人同意及法院许可的。受理重整申请后，该借款可以参照企业破产法第四十二条第四项的规定清偿。</p>
<p>《枣庄市台儿庄区人民法院破产案件预重整操作规程（试行）》（枣庄市台儿庄区人民法院 2020. 08. 09）</p>	<p>第十条 在预重整期间，债务人因持续经营需要，经法院同意，对外借款。受理重整申请后，该借款可参照《中华人民共和国企业破产法》第四十二条第（四）项的规定清偿。</p>
<p>《枣庄市山亭区人民法院破产案件预重整操作规程（试行）》（枣庄市山亭区人民法院 2020. 10. 13）</p>	<p>第十条 在预重整期间，债务人因持续经营需要，经法院同意，对外借款。受理重整申请后，该借款可参照《中华人民共和国企业破产法》第四十二条第（四）项的规定清偿。</p>
<p>《宿迁市中级人民法院关于审理预重整案件的规定（试行）》（宿迁市中级人民法院 2020. 07. 09）</p>	<p>第八条 预重整期间，经人民法院许可，债务人可以为继续营业而借款。受理重整申请后，该借款可以参照企业破产法第四十二条第四项的规定清偿。债务人可以为前述借款设定抵押，抵押物已为其他债权人设定抵押的，按照相关法律规定的顺序清偿。</p>
<p>《齐齐哈尔市中级人民法院 审理预重整案件的若干规定》（齐齐哈尔市中级人民法院</p>	<p>第七条（预重整期间的借款）预重整期间，经本院许可，债务人可以为继续营业而借款。受理重整申请后，该借款可以参照企业破产法第四十二条第四项的规定清偿。</p>

2020. 12. 16)	债务人可以为前述借款设定抵押担保，抵押物已为其他债权人设定抵押的，按照物权法第一百九十九条规定的顺序清偿。
《预重整工作实施细则（试行）》 （广元市朝天区人民法院 2022. 01. 20）	第二十八条 预重整期间，债务人因继续营业需要而借款的，经债权人同意及法院许可的，受理重整申请后，该借款可以参照企业破产法第四十二条第四项的规定清偿。
《陕西省高级人民法院破产案件 审理规程（试行）》（陕西省高 级人民法院 2020. 12. 30）	第一百七十一条【预重整期间借款】在预重整期间，债务人因持续经营需要，经人民法院批准或者全体债权人同意，可以对外借款。人民法院受理重整申请后，该借款可参照企业破产法解释（三）第二条第一款的规定清偿。
《南华县人民法院审理破产预重 整案件工作指引（试行）》（云 南省楚雄州南华县人民法院 2020. 12. 11）	第二十六条【预重整期间的借款】预重整期间，债务人因继续营业需要而借款的，经债权人同意及法院许可的，受理重整申请后，该借款可以参照《企业破产法》第四十二条第四项的规定清偿。

但由于预重整制度尚无统一的明文法规定，所以各地司法实践对待破产前融资借款的性质认定问题态度不一。结合目前已有的破产前融资借款性质诉讼纠纷案件的审判结果，我们认为是否有法院或政府参与、是否在进入破产程序后继续借款是影响地方法院认定破产前借款性质的重要因素。

浙江亚西亚房地产开发有限公司³⁶（以下简称亚西亚公司）与杭州弘达景观工程有限公司（以下简称弘达公司）签订《杭州圆梦园二期(B区)项目景观工程合同协议书及合同条款》，承包亚西亚公司开发的圆梦园二期(B区)项目景观工程施工。但弘达公司并未进场施工。之后，经杭州市建委、市维稳办指令，上述项目由杭州宋都诚业投资管理有限公司（以下简称宋都诚业公司）接管。在宋都诚业公司的协调下，弘达公司与其达成共识，进场施工。以上事项发生在亚西亚公司进入破产程序前。亚西亚公司进入破产程序后，弘达公司在第一次债权人会议后，向人民法院提起诉讼，要求将弘达公司剩

³⁶ 浙江省杭州市中级人民法院：杭州弘达景观工程有限公司、浙江亚西亚房地产开发有限公司破产债权确认纠纷案（2021）浙01民终387号。

余工程款参照共益债务申报。弘达公司的这一请求并未得到一审法院以及二审法院的支持。

此前，宋都诚业公司曾请求江干法院判令管理人将其在亚西亚公司破产前垫付的资金确认为共益债务。江干法院认为“该债务起因为政府委托发生，且相关政府部门确认委托事项完工，上述事实均由政府会议纪要或政府函件的形式确认，直接限定了债务发生条件、债务属性和债务认定程序，区别于其他债务，同时，政府以委托形式完成工作成果的受益主体为项目，委托当时为事实行为，于破产案件审理期间以诉讼的形式确认债务性质”，认定宋都诚业公司垫付资金为共益债务。

两审法院均认为，弘达公司与宋都诚业公司虽都是在企业进入破产程序前为亚西亚公司垫资，但是宋都诚业公司是受政府指令，其行为具有行政性、无偿性、无偿性。而弘达公司的债权产生于商业行为，其本质是在追求商业利益，其已知亚西亚公司已经具备破产原因的情况下，仍选择垫资，需自担风险。基于以上原因两审法院均未支持弘达公司的请求。

然而，行政性、无偿性、公益性均非认定共益债务的法定要件。要求共益债融资的无偿性与公益性无疑是在加重投资人的负担，加剧企业的融资难度。商人逐利乃是本性，要求投资人无偿投资也与企业破产市场化的方向不符。仔细分析该案例，宋都诚业公司与弘达公司为亚西亚公司提供垫资都对债权人有益。两者最大的区别其实在于弘达公司并非受政府指令。浙江省地区预重整制度采取由政府主导负责，人民法院进行配合辅助的模式。由于人民政府无权确认债权性质，所以通过政府在预重整期间承诺预重整融资参照共益债务享有优先受偿权，企业进入正式破产程序后，投资人通过诉讼，由人民法院通过判决对政府的承诺进行确认。宋都诚业公司正是采取这种“政府以委托形式完成工作成果的受益主体为项目，委托当时为事实行为，于破产案件审理期间以诉讼的形式确认债务性质”的方式，获得共益债债权人地位。弘达公司缺少这种政府委托的形式要件，因而难以成为预重整期间的共益债债权人。由此可见，政府或法院的官方确认对预重整期间共益债融资性质认定有重要影响。

在鹤壁市鼎盛房地产开发有限公司破产案³⁷中，管理人将企业未进入破产程序前的

³⁷ 河南省鹤壁市淇滨区人民法院：鹤壁市银盛置业有限公司与鹤壁市鼎盛房地产开发有限公司破产债权确认纠纷案，

一笔 1000 万借款认定为共益债务。该借款的特殊性在于，借款方鹤壁银盛公司在所在地区长江路办事处的协调下，在鼎盛公司尚未进入破产程序时与鼎盛公司签订《借款合同》，约定出借 2000 万元用于被告的项目建设，若该资金不足以支撑该项目建设完成，则继续出借，借款总限额不超过 4000 万元。在鼎盛公司进入破产程序前，银盛公司实际出借 1000 万元；鼎盛公司进入破产程序后，银盛公司又出借 1000 万元。鼎盛公司破产管理人将破产前的 1000 万借款与破产后的 1000 万借款共同认定为共益债务。从法理上分析，管理人所依据的法律规定应当是《企业破产法》第 42 条第 1 款，履行未履行完毕合同所产生的债务属于共益债务。破产前后的两笔借款都属于《借款合同》项下内容，管理人只要继续履行该《借款合同》，2000 万借款就会变成破产期间履行合同产生的债务。从情理角度而言，管理人渴望继续获得借款，借款方也愿意继续提供借款。管理人自然也积极采取各自合法方式将破产前的借款认定为共益债融资，以获得更多借款。

目前，预重整制度尚缺乏统一的法律规范，因此也有不被认可的风险。在临湘市永生房地产开发有限公司破产债权确认纠纷一案中，两名自然人原告在永生房地产进入破产程序前经政府部门协调，与永生房地产公司签订《合作开发合同》，并向永生房地产公司自行组成的清算小组垫付大量资金。在永生房地产公司进入破产程序后，《合作开发合同》不能继续履行，两名自然人原告要求将前期垫付的资金认定为共益债融资，被法院以垫资发生在破产程序前而驳回。投资人在预重整阶段进行共益债投资仍需谨慎，应当寻求人民法院或当地政府的确认，以确保进入破产程序后能顺利认定共益债债权。

3. 能否延伸至重整计划执行阶段

司法实践中，法院将重整期间与重整计划执行阶段划分为两个明确的不同时期，认为重整程序终止后，重整计划执行阶段不适用《企业破产法》，此期间产生的借款债务自然也不能认定为共益债务。台州市中级人民法院在审理一起破产债权确认纠纷案³⁸中明确提出：“共益债务是在破产程序进行中产生，重整计划是在破产重整程序终结后执行，该计划执行期间所产的债务不属于在破产程序中发生，……，后续在重整计划执行期间债务人新发生的债务，只是债务人经营管理中新发生的一般性债务，并非出于为了

(2020) 豫 0611 民初 2445 号。

³⁸ 浙江省台州市中级人民法院：平湖市港丰食品有限公司、浙江多乐佳实业有限红丝普通破产债权确认纠纷案，(2020) 浙 10 民终 1604 号。

全体债权人利益的目的，因此，该期间所产生的债务应当不属于共益债务。”《全国法院民商事审判工作会议纪要》第 113 条第 2 款规定：重整计划执行期间，因重整程序终止后新发生的事实或者时间引发的有关债务人的民事诉讼，不适用《企业破产法》第 21 条有关集中管辖的规定。除重整计划有明确约定外，上述纠纷引发的诉讼，不再由管理人代表债务人进行。从该规定亦可分析出，虽然重整计划执行阶段产生的借款不是法定共益债务，但重整计划是产生于重整期间的，重整计划约定重整计划执行阶段产生的借款为共益债务是有效的。

（二）借款用途：用于债务人继续营业

1. “《企业破产法》第四十二条第四项”的边界（界限不清晰）

《企业破产法》第四十二条第四项规定为债务人继续营业而应支付的劳动报酬和社会保险费用以及由此产生的其他债务属于共益债务，司法实践中将共益债融资解释为该条项下的其他债务。但对于其他债务的认定标准界限模糊。破产法司法解释三出台后，规定为营业而借款参照企业破产法第四十二条第四项处理。上述规定将共益债融资的目的限定为用于债务人继续营业。然而，在实践中破产企业的资金需求用途广泛，不仅局限于营业，对于营业以外的融资借款性质仍不明确。

2. 边界外溢的实务需求

（1）未获批准“继续经营”下的必要支出

在实务中，部分破产企业不具有营运价值，因此法院不批准继续经营。但是企业在破产程序中仍可能出现为提高或维护企业原有财产价值而需要资金的情形。比如拥有机器设备的企业虽无继续经营的必要，但对机器设备进行维护修缮后，机器设备的价值显著增加，最终提高债务清偿率。其本质上仍是为全部债权人利益，但不属于企业破产法第四十二条项下的任何一种共益债务。

（2）间接经营性支出

北大方正集团有限公司³⁹在破产重整期间经法院批准，对外借款可以用于重整主体及下属企业的经营。方正集团随后与包括天津睿成置业在内的多家子公司签订《借款合

³⁹ 北京市第一中级人民法院：北大方正集团有限公司与天津睿成置业有限公司民间借贷纠纷案，（2022）京 01 民初 82 号。

同-共益债务使用项下适用》，为子公司提供借款。在之后的重整计划实行期间，方正集团通过“出售式重整”方案，出售多家子公司。此时，《借款合同》约定的还款时间尚未到期，方正集团将借款的子公司诉至法庭要求债务加速到期，子公司偿还债务。双方签订的《借款合同》第八条约定，发生如下情形之一的，甲方有权宣布本合同项下借款提前到期，要求乙方立即偿还所有债务。下面列举的情形之六为“乙方发生股份制改造、合并、兼并、分立、合资、申请停业整顿、申请解散、申请破产或其他足以影响甲方债权安全的事件”；情形之十为“发生其他经甲方判断会影响甲方在本合同项下债权实现的情形的”。同时合同约定子公司的通知义务包括：乙方名称、法定代表人（负责人）、住所、联系电话等发生变更，应在发生或可能发生之日起3日内书面通知甲方。如乙方发生签署变更，应妥善落实本合同项下的债务清偿，仍应按本合同约定按期足额偿还借款本息，否则，甲方有权按本合同第八条约定宣布借款提前到期。方正集团认为子公司转让股权后未及时通知方正集团，子公司构成违约，符合双方约定债务到期加速条件，应当提前偿还借款。方正集团的这一诉求得到了法院的支持。

方正集团这一借款用途显然并非用于自身经营，不符合《破产法司法解释三》第二条对共益债融资的要求。但是该用途依旧获得法院的批准，背后原因在于用于借款给子公司虽不符合共益债融资用途的形式要求，但实质仍是具有共益性。子公司获得借款后通过营运，提高自身价值，能够以更高价格出售，最终仍是母公司债权人受益。所以这种借款用途虽非直接经营，但本质上仍是共益债务。当母公司对子公司失去控制后，这种共益性也随之消失，借款失去正当性，方正集团也因此要求收回借款。这种借款用途尚未包含在《破产法司法解释三》第二条适用范围内，只能依靠投资人与破产企业签订合同，自行约定，这种合同内容必须经债权人会议决议，否则有合约无效的风险。

(3) 用于清偿债务的融资借款

融资借款有时也会被用来偿还债务。如担保财产对企业经营具有重要作用时，管理人会通过融资偿还担保债权人债务，赎回财产，以维持企业的持续经营。这种借款用途虽不是营业，但最终仍是为继续营业。此种借款的性质依据《破产法解释三》第2条的规定很难被认定为共益债务。

(4) 融资借款约定用途与实际用途不一致

实务中，部分管理人与投资人签约时约定融资借款用于营业，但在执行过程中将该资金挪作他用，如偿还债务等。目前普遍认为，这种融资借款约定用途与实际用途不一致并不影响共益债务的认定。共益债务是根据目的来认定而非根据实际结果来认定。若未来不可预知的结果会影响到当下借款的性质，这显著增加投资人的投资风险，不利于融资。因此融资借款约定用途与实际用途不一致不影响共益债务性质认定。将共益债融资按照合同约定用于经营是债务人的责任，擅自挪作他用，管理人未履行勤勉责任，可能需为此担责。

3. 现行立法下的解决路径

(1) 《企业破产法》第四十二条第一项的填充适用

《企业破产法》第四十二条第一项规定因管理人或者债务人请求对方当事人履行双方均未履行完毕的合同所产生的债务属于共益债。该规定为明确未履行完毕的合同究竟是何时产生的合同。因此，通过将破产后产生的融资合同解释为未履行完毕的合同，将共益债融资理解为因履行未履行完毕的合同而产生的共益债务，能够解决一部分非营业性借款的性质认定问题。

(2) 破产费用的有效填补

《企业破产法》第41条规定：人民法院受理破产申请后发生的下列费用，为破产费用：（1）破产案件的诉讼费用；（2）管理、变价和分配债务人财产的费用；（3）管理人执行职务的费用、报酬和聘请工作人员的费用。其中第三项规定的管理、变价和分配债务人财产的费用在一定程度上填补共益债务对借款性质边界界定模糊导致的空白。“管理费用是指破产管理人占有、清理、保管、收集、调查、追缴债务人财产或者继续债务人营业所必需支出的费用。变价费用是指管理人将非金钱破产财产通过转让等方式将其变现所必需支出的费用。分配费用是指管理人将破产财产分配给债权人所必需支付的费用，主要包括破产财产分配表的制作费用、公告费用、通知费用、提存费用等。”

⁴⁰管理人为进行资产评估、资产维护等进行的借款可以通过认定为破产费用而优先受偿。

(3) 债权让与理论的引入

① 职工债权

⁴⁰ 同9

如前文所述，若借款用于垫付职工债权，则劳动债权垫资人可以通过支付职工债务而取得与职工债权相同的优先顺位。

②担保物权

当担保财产的价值远高于已有担保债权价值时，新投资人会通过与原担保债权人签订收购协议，明确收购抵押权，明确先行退出的条件，从而达到资金安全。原担保债权人出于防范风险的考虑，有时也会主动要求投资人回购抵押权。⁴¹

③建设工程款债权

建设工程款债权是我国独有的债权，创设这一债权是为保障农民工工资，该债权拥有极高的优先受偿顺位，可以优先于担保债权受偿。因此，曾有法院指导破产房地产企业与建设施工方协议，有建设施工方向银行贷款融资，将资金以建设工程垫资的形式用于破产企业复工复建，同时，建设施工方向贷款人承诺该笔融资优先于建设工程款债权，拥有最高的优先受偿顺位。⁴²该优先顺位的实现离不开房地产行业的特殊性。房地产行业一旦破产，建设项目基本处于停工状态，若能够融资复建，建成的项目将带来可观的价值，同时复建过程中，建设施工方也能与破产企业继续合作，获取新的利益，所以与建设施工方协商成功几率较高。

（4）“谁受益谁付费”原则

各国慎重对待共益债融资优先于担保物权的一个重要原因在于担保债权人就特定的担保财产受偿，其债权在破产中能够获得清偿，无需共益债融资的引入来实现债权。若赋予共益债融资优于担保物权的受偿顺位，若重整失败，担保物权人的债权灭失风险显著增加，不受益却要承担风险，显然不符合公平原则。但在特殊情况下，担保债权人也会从共益债融资的引入中获益，此时共益债融资将作为担保债权的一部分取得与担保债权相同的清偿顺位。房地产行业普遍会在在建项目土地、房产上设立抵押权。当房产完工，特定抵押物的价值随之增加。王欣新教授认为借款提升特定担保物价值，为担保债权人的利益而发生时，遵循“谁受益谁付费原则”，借款应优先性与该担保债权受偿。

⁴¹ 杨昊：《房地产企业破产以建设施工方为主体重整融资确保款项案例退出一“以浙江 Y 房地产开发有限公司破产重整案》，载程品方主编：《人民法院企业破产审判实务疑难问题解析》，法律出版社，2016 年出版，第 258 页。

⁴² 同上，262-266 页。

三、程序确认

（一）狭义“共益债融资”的双重审批机制

1. 继续经营审批

《企业破产法》第 25 条第 5 款规定，在第一债权人会议召开之前，管理人有权决定继续或者停止债务人营业。同时，《企业破产法》第 61 条规定，债权人会议也行使决定继续或停止债务人营业的职权。共益债融资的前提是决定企业的继续经营，根据《企业破产法》第 25 条和第 61 条的规定，债务人企业是否进行继续经营则需要通过管理人和债权人会议的审批，即第一重审批机制。

2. 融资借款审批

在满足前提条件——确定债务人企业继续经营后，则需要引入融资借款来维持企业的继续经营，那么融资借款就成为了第二重审批机制，根据《企业破产法》第 69 条的规定，管理人如实施借款行为，应当及时报告债权人委员会。结合《破产法司法解释三》第 15 条第 1 款的规定，管理人处分企业破产法第六十九条规定的债务人重大财产的，应当事先制作财产管理或者变价方案并提交债权人会议进行表决，债权人会议表决未通过的，管理人不得处分。不难理解，借款本身作为一种重大事项的财产处分行为，需要通过债权人委员审批。

3. 事先审批与事后追认

《破产法解释三》第 2 条规定经债权人会议决议通过，或者第一次债权人会议召开前经人民法院许可，管理人方可为继续经营借款。企业破产法第六十九条规定管理人实施下列行为，应当及时报告债权人委员会：（四）借款；未设立债权人委员会的，管理人实施前款规定的行为应当及时报告人民法院。

《破产法解释三》第 2 条的出现，将为经营而产生的借款排除在企业破产法第六十九条的适用范围之外。继续经营借款的程序要求要高于其他借款，需经债权人会议决议，

⁴³ 王欣新：《谈破产程序中为债务人继续营业借款的清偿问题》载于《人民法院报》，2020 年第 7 期。

其中的原因可能是因为共益债务的清偿与其他借款不同，将对债权人尤其是普通债权人的利益产生影响，因而需通过债权人会议决议。

共益债融资事关破产企业的债务清偿，增加普通债权人的受偿风险，从而对其进行事先审批的必要性。重整企业在融资借款中因其对融资的急迫需求而陷入弱势地位。若不对融资借款进行实现的审批，则可能出现管理人为获取借款，接受投资人的不平等条款，不合理地扩大借款债权权利。如在美国的 The Colad Group, Inc.⁴⁴一案中，投资人在融资协议提出“在不事先通知其他债权人的情况下免除他们的实体性权利”，根据该协议，重整企业作为借款人，其任何违约行为都会导致破产中自动中止程序的解除，此时，允许贷款人没收债务人财产以偿还贷款。这显然是对债权人利益的不正当侵害行为。因此经债权人会议或法院审批能有效预防借款人的债权膨胀和投机行为。

破产法司法解释三第二条明文规定，为继续经营借款应报债权人会议决议，管理人对此无决定权。第三人对此应当知道。若管理人未经债权人会议决议自行做出借款决议签订借款合同，管理人的行为构成越权代表。如果债权人会议事后追认，则处分行为有效，借款合同有效，若债权人会议不予追认则该行为无效。

在共益债融资中涉及到上述两个关键行为——继续经营和融资借款，结合破产法的相关规定，这两个行为就是应该进行表决确认的事项。所以回溯到《破产法司法解释三》第2条的规定，该条并不是创造除了一个新的共益债审批机制，而是对《破产法》第15条、25条、61条规定的审批机制的重提。因此按照《破产法司法解释三》第二条的规定，对于上述的两个行为和两个审批程序，及时没有事先批准，也可以有债权人会议进行事后追认。

（二）多重权利下的“优先性确认”

共益债融资属于共益债务由法律确定，只要符合在破产程序后，为继续经营借款，则该借款的性质就属于共益债。但破产法司法解释三第二条仍规定需要经债权人会议决议或法院审批，这种程序上的审批并非对借款是否属于共益债务性质的认定，而是对引入这笔共益债务必要性的确认。未经审批或不准引入，只是该共益债融资契约无效或未

⁴⁴ 丁燕：《破产重整企业债券融资的异化及其解决》，载于《华东政法大学学报》，2019年第4期，第174页。

成立，但借款的性质仍是共益债务。如同借款合同无效不影响借款这一行为本身的性质属于借款。而之所以由债权人会议决议而非由管理人自行决定，这背后涉及管理人、法院、债权人在破产程序中所扮演的不同角色。

1. 管理人

企业进入破产重整程序，需要对日常的破产事务和经营管理做出决策。破产企业的债权人众多，且主要目的在于清偿债务，对企业的经营较为冷淡。如若由债权人会议决议，则达成决议成本过高。法院又非专业人士，无法接管企业经营，因此需要一个经营管理人。管理人在企业破产程序中所扮演的角色是经营管理者，所拥有的权利为经营管理权。因此涉及日常经营管理事务时，管理人可以在自己的权限范围内做出处分。但对于经营管理以外的事务，超越了管理人的权限，管理人必须向债权人会议或法院汇报。在共益债融资中，管理人拥有如下权利：

(1) 狭义“共益债融资”的公示确认

《企业破产法》第69条规定管理人实施下列行为，应当及时报告债权人委员会：

（一）涉及土地、房屋等不动产权益的转让；（二）探矿权、采矿权、知识产权等财产权的转让；（三）全部库存或者营业的转让；（四）借款；（五）设定财产担保；（六）债权和有价证券的转让；（七）履行债务人和对方当事人均未履行完毕的合同；（八）放弃权利；（九）担保物的取回；（十）对债权人利益有重大影响的其他财产处分行为。未设立债权人委员会的，管理人实施前款规定的行为应当及时报告人民法院。

上述事项都属于对企业财产的重大处分行为，其处分结果对债权人利益有重要影响，因此应当交由债权人决定。但债权人众多，召开债权人会议程序繁琐，时间成本较高，因此设立债权委员会，兼顾效率与公平。

对于以上事项，管理人无决定权亦无审核权，其所拥有的唯一权利就是将债权人委员会的决议进行公告确认。

(2) 破产费用、其他共益债的公示确认

根据《企业破产法》第五十七条规定，管理人收到债权申报材料后，应当登记造册，对申报的债权进行审查，并编制债权表。债权表和债权申报材料由管理人保存，供利害关系人查阅。因此，当融资借款通过破产费用或其他共益债务的方式形成时，管理人对

此有审核权，对符合法律规定破产费用和其他共益债务确认。

(3) “善管义务”下的权利边界

管理人在破产程序中作为执行者，权利优先，不具有在法定权利外创设新权利的权利。同时管理人受勤勉义务规制，因此不能越权决定融资与否，以及融资的使用用途。若管理人越权创设权利或不履行勤勉义务，对债权人造成损害，必然需要承担责任。

2. 法院

法院在破产程序中扮演居中裁判者和补位者。法院具有公权力机关性质，破产终究是市场私主体市场行为，并且法院也不具有经营能力，因此法院在破产程序中应当扮演居中裁判者，而非决策者。但是第一次债权人会议召开前，破产企业决定权处于真空地带，缺乏决策者此时需要法院补位，暂时代替债权人会议做出决策，以确保破产事务的顺利开展。我国破产法第二十六条规定在第一次债权人会议召开之前，管理人决定继续或者停止债务人的营业或者有本法第六十九条规定行为之一的，应当经人民法院许可。该规定体现了法院的补位角色。

另一方面，法院作为公权力机关具有公信力。因此在早期《破产法解释三》未出台前，就有管理人会申请由法院确认融资借款的共益债务性质。值得注意的是并非法院赋予该借款共益债务性质，该借款因符合法律规定而具有共益债性质，法院的确认支付增强投资者的投资信心。

3. 债权人会议

债权人会议对破产程序中的重大事项具有决定权。破产企业与正常状态的企业具有相似性，由控制者、执行者、监督者。公司法理论中的控制权理论同样可以适用于破产程序中的企业。在正常企业中，股东、债权人、职工三方根据之间签订的固定合同分配企业利益。公司经营过程中会出现固定合同未尽事宜，此时股东负责填补这些漏洞，并承担填补漏洞所带来的不确定契约风险，因而获得与之相对应的控制权和剩余索取权。企业进入重整后，股东不能再从企业中获得收益，也不再承担风险的能力和动力激励。因此，原控制权和剩余索取人不再承担不确定契约风险，这种风险由最初参与固定合同的承担，即债权人。债权人在破产重整程序中取得企业的控制权与剩余索取权。⁴⁵

⁴⁵ 贺丹. 破产重组控制权的法律配置[M]. 北京: 中国检察出版社, 2010.

但是由于债权人内部利益关系复杂、诉求不尽相同，债权人人数众多，若每一件事情都需要债权人会议做出决定，一方面时间长成本高，另一方面债权人对与自己利益关联较小的事情会表现冷漠，导致决议不一定有利于企业重整。因此不能将全部事宜交由债权人会议决定。但又要保障债权人会议的控制权，因此，我国企业破产法将重大事项的决议交给债权人会议，并且设立债权人会议与债权人委员会双重控制权模式，提高决策效率的同时，切实保障债权人的利益。

（1）债务人财产处分权利的灵活使用

债权人因拥有破产企业的控制权，并且受到破产法对意思自治的保护，所以对借款融资拥有较灵活的处置权利。通过债权人会议决议或是重整计划，债权人看可以对重整融资的方式在法定范围内做出选择，对共益债融资的优先受偿顺位做出约定，对共益债融资的用途做出约定。通过债权人会议的决议能在很大程度上弥补法律规定的不足之处。

（2）债权人会议权利边界

我国企业破产法规定债权人会议的表决机制为由出席会议的有表决权的债权人过半数通过，并且其所代表的债权额占无财产担保债权总额的二分之一以上。由于债权人之间利益存在冲突，要求债权人会议一致通过是不现实的。但是半数通过的决策机制会带来小债权人利益受侵害的风险。

北京阿派克斯商贸有限公司等与北京九台集团有限公司合同纠纷一案⁴⁶中，九台集团、冲创公司、胡燕青（自然人）与达意公司共同签署合作开发协议。后经冲创公司申请，达意公司进入破产重整程序。达意公司在重整过程中引入战略投资人盛达睿意公司。盛达睿意将达意公司股份 100%转让给北京阿派克斯贸易集团。其中，冲创公司、达意公司、胡燕青、盛达睿意、阿派克斯存在关联关系。后九台集团将阿派克斯公司诉至法院，认为盛达睿意将达意公司股权转让给阿派克斯公司是恶意串通，损害其利益。这是一起典型的大债权人利用其优势地位侵害弱势地位的小债权人的案例。

目前我国共益债融资认定标准在实体上要求以发生在破产程序中为时间节点，以继续经营为用途。在程序上，共益债融资的引入须经债权人会议决议，在第一次债权人会

⁴⁶ 北京阿派克斯商贸有限公司等与北京九台集团有限公司合同纠纷案，北京市高级人民法院（2022）京民终 50 号民事判决书。

议召开前要求由法院批准。这种要求是对债权人的重整企业控制权的尊重。以上三个认定标准将借款融资限缩在很小的范围内，无法满足现实中重整企业的融资需求。企业申请破产后就处于破产状态，此时就会出现融资需求，为满足此时企业的需求，我国部分地区法院已经尝试将预重整中的融资性借款参照共益债务处理。进入重整计划执行阶段时，重整程序已经结束，不再适用《企业破产法》，因此此时产生的债务不能作为共益债务处理。但是可以通过债权人会议提前在重整计划中进行约定，来实现共益债融资。破产企业虽未被批准继续经营，但也会发生需要资金进行企业运转日常维持的资金需求，有的破产企业通过借款给子公司使用，能够提升自己的可分配财产；也有破产企业需通过偿还债务赎回财产来继续经营。破产法解释三将借款用途限缩到继续经营无法满足破产企业需求。在现行法律规定下可以通过《企业破产法》第四十二条第一项履行未履行合同约定产生的债务将融资借款认定为共益债务。通过将借款认定为破产费用获得优先受偿。也可以通过债权让渡理论，收购具有优先权的债权，保障资金安全。也可以通过协商，约定有优先权的债权人自愿劣后于共益债融资清偿。

四、小结

对共益债务的认定，不仅关系着全体债权人的利益，也关系着债务人的利益。目前，《破产法》及《破产法司法解释三》对共益债务列举式的规定还存在一定的不周延和缺陷，笔者认为，在破产实践中，更应当准确理解共益债务认定标准及其确认程序，并且在特殊情形中应当避免对共益债务认定的保守态度和僵化倾向，灵活处理特殊情形，才能更好的坚持共益债务有利于全体债权人的原则和实现破产重整的公平目标。

第三章 “共益债融资” 的清偿顺位

对于贷款人而言，必须有足够的利益和安全保障才会选择借款给一家无力偿还债务、信用严重受损的破产企业。共益债融资的优先清偿顺位就是贷款人的资金安全保障。目前，我国企业破产法、破产法司法解释构成的破产程序中的清偿顺位为：破产费用和共益债务优先于普通债权（与有担保债权相对），破产债权优于共益债务，担保债权优先于破产费用与共益债务。在房地产企业中还会出现建设工程价款优先受偿权优先于担保债权，商品房消费者物权期待权优先于建设工程价款优先受偿权。这种顺位规定一定程度上保障了担保债权人的利益，但是不利于鼓励破产企业融资。

一、“共益债融资”与破产费用

（一）“超级优先权”存在障碍

破产费用与共益债务是破产法使用的物质保障。我国企业破产法第四十三条第二款规定债务人财产不足以清偿所有破产费用和共益债务的，先行清偿破产费用。根据该规定，债务人财产不足情况下，破产费用优先于共益债务清偿。但对于债务人财产充足的情况下，破产费用与共益债务之间的受偿顺序缺乏规定。

（二）“约定优先权”的司法肯认

我国《破产法司法解释三》第二条规定为继续营业产生的借款参照企业破产法第四十二条第四款适用，而非“按照”企业破产法第四十二条适用，这一字之差为破产企业进行融资借款留下了意思自治的空间。既然我国破产法无明文规定破产费用与共益债务之间的清偿顺序，那么债权人会议就可以通过协商，约定共益债融资优先于破产费用清偿。

宁国市永丽房地产开发有限公司第一次债权人委员会会议将融资借款（包含本金、利息、罚息等费用）和管理费的性质确定为破产共益债务，并约定优先于购房户债权、建设工程价款债权、有财产担保债权、税收债权等债权，并随时清偿。这种约定也获得了法院的认可。

二、“共益债融资”与其他共益债务

（一）“超级优先权”存在障碍

《企业破产法》第四十二条规定了五种共益债务，但是对于五种共益债务的清偿顺序并无明文规定。因此，共益债融资优先于其他共益债务优先受偿缺乏法律依据。

（二）“约定优先权”的司法肯认

如前文所述，此种法律规定的缺失留下充分意思自治的空间。债务人们经协商，通过债务人会议决议可以约定共益债融资优先于其他共益债务受偿。

三、“共益债融资”与担保物权

（一）“担保物权”劣后的法律障碍

《破产法司法解释三》第2条对担保债权与共益债务间的清偿顺序做出规定，提供借款的债权人主张优先于此前已就债务人特定财产享有担保的债权清偿的，人民法院不予支持。之所以如此规定，背后有两重考量：

1. 《民法典》担保体系障碍

担保权体系由民法典所规范，民法典对担保清偿顺位做出详细规定。而共益债务是破产法体系下的产物，若规定共益债务优先于担保债权，这将对民法典所确定的担保权体系造成冲击。

民法典第414条、第415条规定了担保物权的一般清偿规则即登记或占有在先的担保物权优先受偿。在一般规则之外设置特别规则要求立法者必须充分论证例外的必然性和正当性。目前，民法典上仅存在两个担保物权例外清偿顺序：购置款抵押权与留置权。共益债融资作为破产法的产物，若要与担保物权比较清偿顺位则必须将其置于民法典的担保体系下，在民法典无特殊规定情况下，共益债融资只是一种无担保的借款，自然要劣后于先公示的担保权。⁴⁷

⁴⁷ 同12，72页。

2. “重整价值”的逻辑悖论

从破产理论角度而言，破产中的新生借款能够被认定为共益债务并优先于普通债权清偿的正当性来源于新生借款理论上能够帮助企业继续经营，从而增加企业财产，最终使普通债权人可获得清偿的财产增加。而投资重整企业较一般企业投资而言风险更大，重整企业的几乎没有可担保的财产，还有重整失败的风险。投资人承担如此大的风险，自然要求重整企业提高资金安全保障，重整企业所能提供的不过就是优先受偿。普通债权人从新生借款中收益，自然应当承担对应的风险，即重整失败后劣后于共益债融资受偿。

但担保债权不同，对于担保债权人而言，其有特定的担保财产，获得清偿只是时间问题。无论企业重整成功与否，未来营运价值多高，对其债权影响都不大。所以，担保债权人很难从共益债融资中获益。若是规定共益债融资优先于担保债权受偿，一旦企业重组失败，担保债权人将可能因为次清偿顺位而承受损失。所以，共益债融资优先于担保债权，对担保债权人而言是一件无收益或收益极小但要承担风险的事情。基于公平理念，我国法律也没有给予共益债融资黄金优先权的地位。

然而，担保债权人越多，可提供给新债权人的财产就越少，融资难度就越大，所要求的优先受偿顺位就越高，所以法律也没有禁止共益债融资优先于担保债权受偿，但是“担保权人应当被说服而并非被控制”。

（二）“黄金优先权”的理论基础和司法实践

当一家企业走到破产时，其所能利用的财产几乎利用殆尽，已经不能够为新的债权人提供担保财产，而担保财产的缺乏给重整融资增加难度。企业融资难度越大，共益债融资所需要的优先顺位就越高。美国《联邦破产法》第 364 条所确立的就是这样一种层层递进的共益债融资制度，第 364 条从清偿顺位上可以分为三层⁴⁸：

第一层是与行政管理费用同样优先于普通债权，对破产企业要求最低，管理人在日常经营中发生的无担保借款，无需任何报告或批准即可获得，以及在日常经营之外的无担保借款，只需经通知、听审、法院批准三步。

⁴⁸ 同 1，1172-1176 页。

第二层次，优先于行政费用劣后于担保费用，要求管理人证明无法通过前两种方式获得无担保借款。到这一层次其背后隐含的逻辑在于，破产企业融资难度越大，意味着其营运价值越低，若无借款未来债权人和行政费用受偿率越低，若引入借款，债权人于行政费用从中受益更大，贷款人承担风险越大，从利益衡平角度而言贷款人的顺位理应更高，行政费用清偿顺位理应下降。

第三层，优先于担保债权，要求管理者必须证明无法通过前述三种方式获得融资，并经过通知债权人、听审、法院批准三步。但美国法院同时要求，融资清偿顺位优先于担保债权时，应当给予原担保债权人充分保护。这种保护需满足以下条件之一：特定的担保财产的价值高于或等于新融资于被担保债权金额之和；用等值的无担保财产替代原担保财产；融资后，担保财产的新增价值等于或高于新融资与原有被担保债权金额之和。⁴⁹以上三种方式的本质仍是以确保原被担保债权能够顺利获得清偿为条件。由此可见，美国的黄金优先权也是建立在不损害担保债权人的利益基础之上的。

（三）“充分保护”原则在我国的适用空间

美国这种为担保权人提供充分保护以获取新生借款融资的黄金优先权的模式，在我国有适用的空间。

1. “担保物权暂停行使”规则的扩张适用

我国《企业破产法》第75条规定，在重整期间，对债务人的特定财产享有的担保权暂停行使。但是，担保物有损坏或者价值明显减少的可能，足以危害担保权人权利的，担保权人可以向人民法院请求恢复行使担保权。《破产会议纪要》第25条规定在破产清算和破产和解程序中，对债务人特定财产享有担保权的债权人可以随时向管理人主张就该特定财产变价处置行使优先受偿权，管理人应及时变价处置，不得以须经债权人会议决议等为由拒绝。但因单独处置担保财产会降低其他破产财产的价值而应整体处置的除外。这两条规定在司法实践中倾向于使用担保物权暂停行使条款，而非恢复条款。为破产企业保持资产的完整性和继续营业提供保护。

对于担保债权停止行使的扩张适用也有反对意见，认为侵害了担保债权人的利益。

⁴⁹ 同12，76页

担保债权对担保债权人也具有重要意义，这种延长权利行使期限的行为会损害担保债权人的利益。同时，随着时间推移，担保标的物的价值也出现诸多不确定性，会影响担保债权人的利益。

2. 充分保护原则的理论和实践

共益债融资不能优先于担保物权的受偿的一个重要原因在于会损害担保债权人的利益。如果能够为担保债权人提供足够的保障，确保其不因清偿顺位之后而增加难以完整受偿的风险。那么，共益债融资的黄金优先权就具有合理性。同时，在协商过程中，担保债权人同意劣后清偿的可能性也大大增加。目前我国司法中也出现了相关规定。《九民纪要》第 112 条规定“经审查，担保物权人的申请不符合第 75 条的规定，或者虽然符合该条规定但管理人或者自行管理的债务人有证据证明担保物是重整所必需，并且提供与减少价值相应担保或者补偿的，人民法院应当裁定不予批准恢复行使担保物权。”

在株洲华晨房地产破产重整案件中就约定了担保债权劣后清偿，但是采取预留货值为担保债权人提供保障，同时允许担保债权人随时清偿，充分保护担保债权人的利益。

四、“共益债融资”新设担保行为

为共益债融资设定担保是吸引贷款人，保障贷款人财产安全性的有力措施。我国《企业破产法》第 75 条第 2 款规定，如果重整企业进入重整程序时还有未设定担保的财产，或者有财产上已经设定担保但是仍然有额度，可以设定担保以取得借款。我国《破产法解释三》第 2 条也允许管理人或者自行管理的债务人为借款设定抵押担保。对于新设的抵押担保清偿顺序，《破产法解释三》第 2 条规定抵押物在破产申请受理前已为其他债权人设定抵押的，债权人主张按照民法典第四百一十四条规定的顺序清偿，人民法院应予支持。也就是登记在先优先于登记在后的，已登记的优先于未登记的，均未登记按比例受偿。

（一）新设担保的权利扩张

1. 明确担保物权效力延伸至清算程序

《企业破产法》第 93 条第一款规定，债务人不能执行或者不执行重整计划的，人

民法院经管理人或者利害关系人请求，应当裁定终止重整计划的执行，并宣告债务人破产。第四款规定，有本条第一款规定情形的，为重整计划的执行提供的担保继续有效。根据该规定，破产企业重组失败转入清算程序后，为共益债融资提供的担保效力可以延伸至清算程序，这将减少共益债融资人对企业重整失败的担忧，激励贷款人积极投资重组企业。

2. 担保财产范围的扩张

我国民法典修订后，担保财产范围进一步扩展，这为破产企业提供了更多可设立担保的财产，提高破产企业融资成功率。《民法典》第440条第（六）项规定，债务人或者第三人有权处分的现有以及将有的应收账款可以出质。该条规定的出台意味着债务人能够以未来的应收账款出质，获得融资。《担保法司法解释》第51条的规定建设用地使用权抵押中，抵押权效力只及于土地上已有的和已经完成的建筑，不及于续建部分和新增建筑。这意味着，债务人可以就原抵押权设立之后新增的建筑上设立担保权。同样，对于以正在建造的建筑抵押，抵押效力范围仅限于已登记的部分，债务人可以在未登记的新增建筑、虚造部分以及规划中尚未建造的建筑上设立抵押权。

（二）混合担保的禁止

美国破产法上存在混合担保制度。具体而言，债权人要求其在企业进入破产程序前的无担保贷款与破产程序后其提供的新贷款一起对新担保物享有担保权益。该制度在美国广受非议，部分法院明确要求除极其特别的情况下，应当一律拒绝混合担保。其中一个重要理由在于混合担保将破产前形成的无优先顺位的债权提升至破产后形成的有担保债权的优先顺位，优于其他破产前形成的无担保债权清偿，违背了美国《联邦破产法》对分配顺位的根本性规定，超出破产法院衡平权力的边界。⁵⁰

我国也存在关于最高额抵押能否为共益债权担保的争议。对此，我们的结论是否定的。最高额抵押的特点在于它是一个在一定范围内的不确定的债权。而企业进入破产程序后债权人必须向管理人申报债权。如果最高额抵押能够继续为破产后融资提供担保，那么这个债权数额仍是不确定的。但是最高额抵押权人向管理人申报的必须是一个确定

⁵⁰ 同25，175页

的债权，不确定的债权将会被驳回。管理人制定重整计划是围绕确定的债务金额制定的，这中不确定的债务必然会影响重整计划的制定。企业进入重整程序前与重整程序后是两个不同的时期，两个时期形成债务性质也不同。只有重整前的担保债权才是重整担保债权，重整程序中形成的债务不能成为重整担保债权，也无法纳入重整计划中。其次，若将重整程序中的新生借款纳入破产前的最高额抵押范围内，在企业重整失败后转入清算程序时，最高抵押权债权人的债权额也随之增加，并且具有优先清偿顺位，这将损害其他债权人的利益。⁵¹

综上所述，混合担保给重整计划的制定带来不确定性，并且损害其他债权人利益，有违公平理念，应当被禁止。

五、小结

在共益债融资清偿顺位问题上，我国破产法解释三第二条规定共益债融资优先于普通债权受偿，劣后于担保债权受偿。对于共益债融资与破产费用以及其他共益债务的清偿顺位，我国法律并无明确规定，这为共益债融资市场化留下空间。债权人与债务人可以通过协商约定共益债融资优先受偿。共益债融资滞后于担保权受偿是民法典担保体系与破产法公平理念的要求。担保权规定于我国民法典，担保权清偿问题应当依据民法典相关规定。根据我国民法典所确立的担保权体系，共益债融资作为无担保的普通债权只能劣后于担保债权清偿。担保债权人并不能从共益债融资中获益，将共益债融资置于担保债权之前清偿，增加了担保债权人的风险，这显然违背破产法的公平理念。美国设立四层贷款融资情形，其中当企业无法通过前三种方式获得贷款时，经债权人听证、法院批准，可以允许设置新贷款优于担保债权清偿。但是必须给予担保债权人充分保护。这对我国构建共益债融资优先权具有参考意义。我国《九民纪要》中规定了类似条款，为破产企业通过协商设置黄金优先权留下了空间，保护了担保债权人利益。最后，混合担保不论是新担保为旧债权担保，还是新借款纳入破产前的最高额抵押都是对法定清偿顺位根本性的颠覆，不同程度损害其他债权人利益，应当被禁止。

⁵¹ 同 12, 69 页

第三部分 房企共益债投资实务要点

第一章 共益债投资的市场准入和实施主体

一、传统股权投资的准入限制

相较于重整程序中传统的股权式投资，债权式投资显著降低了破产程序中投资人的市场准入门槛，对于房地产企业来说尤为如此。投资人以股权方式对处于破产程序中的债务人进行投资通常面临来自其自身作为“投资方”和债务人企业作为“融资方”的双重资格审查：

（一）融资方角度的资格审查

从融资方的角度来看，破产管理人为债务人企业引入股权投资人时需要严格按照法律、行政法规规定对投资人的主体资格进行审查，例如：

1. 外资准入限制

根据《外商投资产业指导目录》《商务部、国家外汇管理局关于进一步加强、规范外商直接投资房地产业审批和监管的通知》（商资函[207]50号）、《关于规范房地产市场外资准入和管理的意见》（建住房[206]171号）、《商务部办公厅关于贯彻落实〈关于规范房地产市场外资准入和管理的意见〉有关问题的通知》（商资字[2006]192号）等文件规定，住宅、商业、办公等用途的房地产项目严格限制外资准入，外商对债务人企业进行股权投资需根据《外商投资法》、《关于外国投资者并购境内企业的规定》等取得各级发改委及商务主管部门审批方可准入，同时对投资资金的及时支付也提出了较高要求。因此，在现有司法实务中，鲜见外资作为股权投资者参与破产项目的情况。

2. 房地产开发企业资质限制

根据《房地产开发企业资质管理规定》（建设部令第77号，根据住房和城乡建设部令第24号、住房和城乡建设部令第45号、住房和城乡建设部令第54号修改），房地产开发企业按照企业条件分为一、二两个资质等级，未取得房地产开发资质等级证书（以下简称资质证书）的企业，不得从事房地产开发经营业务。对于破产程序中的股权

投资人，参照房地产企业合并、分立的有关规定，实务中破产管理人往往对其房开资质提出要求。因此，对于不具备房开资质的财务投资人，在股权投资模式下的常见投资形式是与房开企业组成联合体，通过配资、共同设立 SPV 等方式对债务人企业进行投资。

3. 公众公司股权融资限制

公众公司对股权投资者资质具有较高要求，这一特点在破产程序中同样适用。根据《上市公司非公开发行股票实施细则》及相关监管问答规定，我国上市公司引入战略投资者在程序和实体上均需进行严格审查，战略投资者需要具备行业属性、核心技术资源、共同战略利益并且充分参与债务人企业公司治理等条件，同时需要股东大会经出席会议的股东所持表决权三分之二以上通过，并经中介机构出具专业审核意见等。同时根据沪深两市关于破产重整的《上市公司自律监管指引》规定，公众公司引入股权投资亦对招募程序、信息披露和投资协议的内容提出了较高要求。

（二）投资方角度的资格审查

从投资方的角度来看，处于破产程序中的债务人企业财务状况差且往往伴随严重征信问题，不属于常规股权投资的优质投资标的，加之“三道红线”后房地产企业属于“强监管”行业，投资者对其进行股权投资多面临来自其自身监管体系的严格限制，例如：

1. 保险资金股权投资房地产企业限制

根据《保险资金运用管理办法》、《保险资金投资股权暂行办法》、《关于保险资金财务性股权投资有关事项的通知》等文件规定，保险资金开展财务性股权投资，所投资的标的企业，所属产业应当处于成长期、成熟期或者为战略性新兴产业，或者具有明确的上市意向及较高的并购价值。其中，“直接从事房地产开发建设，包括开发或者销售商业住宅”的标的为保险资金明确禁止直接进行股权投资的对象。

2. 国有资本股权投资房地产企业限制

根据《国务院办公厅关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》（国办发〔2010〕4号）、《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》（国发〔2010〕10号）、《关于中央企业加强参股管理有关事项的通知》（国资发改革规〔2019〕126号）、《关于做好2023年中央企业投资管理 进一步扩大有效投资有关事项的通知》等文件规定，严禁非房地产主业的国有及国有控股企业通过参股等方式参与商业性土地开发和房地

产经营业务。同时，从审批机制来说，国有企业对外从事股权投资行为需按照《企业国有资产法》、《中央企业投资管理办法》、《中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见》和《国务院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》等一系列规定履行立项、可研、评估等程序后报国有资产监督管理部门审批，并严格执行年度投资计划的额度限制。实务中，国有企业从立项到完成审批一般需要6个月至1年时间，而对于急需资金维持营业的破产债务人企业而言，除非经过长时间的提前筹备，大部分无力等待国有企业完成冗长的审批流程。

3. 上市公司并购重组房地产企业限制

根据《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》（国发[2010]10号）、《关于继续做好房地产市场调控工作的通知》（国办发[2013]17号文）文件规定，房地产企业的资本市场融资受到严格审查限制。2015年1月16日，中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）发布《证监会调整上市公司再融资、并购重组涉及房地产业务监管政策》，规定：“此前，上市公司再融资、并购重组涉及房地产业务的，对其是否存在违反国务院有关规定的情形，我会进行相关审核时，在公司自查、中介机构核查的基础上，依据国土资源部等部门的意见来进行认定”。2018年证监会《再融资审核非财务知识问答》对于涉房业务上市公司申请再融资做出规定，对于上市公司及拟上市公司所涉及的房地产业务关注程度较高，审核口径收紧，涉及房地产业务的资产不建议纳入上市范围；若拟上市主体涉及房地产业务，需根据上述监管要求清理完毕之后，再推进相关资本运作⁵²。

需要特别说明的是，本报告成稿期间，为满足“保交楼、保民生”实际要求、刺激房地产行业再生，我国政策层面对房地产企业股权融资采取了一定程度的鼓励措施。例如，2022年11月28日，证监会宣布将在股权融资方面调整优化五项措施，重点包括恢复A股和H股上市房企及涉房企业的并购重组、再融资，同时推进REITs常态化发行、

⁵² 2019年7月5日证监会正式发布的《再融资业务若干问题解答》中未再提及涉房业务要求，但实际监管审核过程中仍会参照下述严格口径执行：“申报时主营业务非房地产，但母公司或合并报表范围内子公司存在房地产业务的，需在房地产业务全部清理完毕的基础上推进。具体清理要求如下：

①房地产业务相关的资产或股权需全部对外转让或整改后不再控制；②母公司或合并报告范围内子公司的经营范围中取消房地产业务并完成工商变更登记；③保荐机构及申请人律师需就房地产业务是否已经清理完毕核查并发表意见；④发行监管部门就房地产业务是否清理完毕征求申请人注册地证监局意见”。

开展不动产私募投资基金试点，以盘活存量。这意味着房企股权融资在暂停十二年后重启。从现规定上看，股权融资主要适用于涉及“保交楼”项目的出险房企，募集资金亦仅用于继续开发和清偿债务，同时受限于证券法律体系对融资主体的各项指标限制，在常规程序中实现落地仍需配套政策支持。但对处于破产程序中的房企来说，其经营状态和融资用途与政策相契合，且受益于破产程序中融资行为的特殊性，无论是上市房企作为投资人参与破产项目还是上市房企自身进入破产程序，股权融资都可能率先一步进入实务视野，与共益债融资相结合，实现更加多样灵活融资形式。

与股权融资相比，债权融资不仅更符合长期以来房地产企业的融资习惯，也无疑对于处在破产程序中的房企债务人引入投资者的主体资格要求更加宽松友好。下文，本章着重介绍几类主要投资主体以共益债形式参与破产项目的准入情况。

二、银行、非银行金融机构

（一）传统“债权出让方”角色

从传统不良投资的角度，银行、非银金融机构通常作为不良资产的出让方，通过出售、委托处置等方式将不良资产⁵³转让给处置方。在房企破产项目中，银行和信托、保险、证券、融资租赁等非银金融机构作为前期融资的债权人，在破产程序中处理自身不良的方式，一是根据《财政部银监会关于印发〈金融企业不良资产批量转让管理办法〉的通知》（财金〔2012〕6号）、《金融资产管理公司开展非金融机构不良资产业务管理办法》（财金〔2015〕56号）等规定向资产管理公司转让；二是待破产程序终结后根据《金融企业呆账核销管理办法》等规定予以核销。

⁵³ 根据人民银行1999年发布的贷款风险分类指导原则（银发〔2001〕416号，现已失效）和贷款风险分类指导原则（银发〔2001〕416号）采用分级制度评估银行贷款质量，通过以风险为基础的分类方法（简称贷款风险分类法）把贷款分为正常、关注、次级、可疑和损失五类；后三类合称为不良贷款：（1）正常：借款人能够履行合同，没有足够理由怀疑贷款本息不能按时足额偿还。（2）关注：尽管借款人目前有能力偿还贷款本息，但存在一些可能对偿还产生不利影响的因素。（3）次级：借款人的还款能力出现明显问题，完全依靠其正常营业收入无法足额偿还贷款本息，即使执行担保，也可能会造成一定损失。（4）可疑：借款人无法足额偿还贷款本息，即使执行担保，也肯定要造成较大损失。（5）损失：在采取所有可能的措施或一切必要的法律程序之后，本息仍然无法收回，或只能收回极少部分。

长期以来，银行及非银金融机构向债务人企业直接发放贷款并不可行。根据银监会《商业银行房地产贷款风险管理指引》（银监发〔2004〕57号）及有关规定，金融机构向房企发放贷款需细分为房产开发贷款、土地储备贷款、个人住房贷款、商业用房贷款等不同类型的，并严格遵守相应审批标准、操作程序、风险控制、贷后管理要求。破产程序中为项目续建复建而进行的融资所对应的贷款类别仅符合“开发贷”，但银行发放开发贷需要严格遵守“四三二”⁵⁴等条件限制，已经处于破产程序中的债务人企业并不符合放款标准。因此，实务中银行、非银金融机构往往通过向破产投资人发放“并购贷”或直接向施工单位发放贷款的方式“间接”对涉破房地产项目提供支持。

（二）试点“共益债投资人”

但是，随着破产法律法规对困境企业融资的不断强调，司法、行政机关相应刺激性政策随之出台，金融机构直接向破产债务人企业发放贷款已经得到政策认可并在实务中完成了初步探索。2021年2月25日，国家发展和改革委员会、最高人民法院联合各部委印发《关于推动和保障管理人在破产程序中依法履职 进一步优化营商环境的意见》，其中第四条第（八）款明确“银行业金融机构应当按照市场化、法治化原则，对有重整价值和可能性、符合国家产业政策方向的重整企业提供信贷支持”。

2021年初，佛山中院与市金融工作局、银保监会佛山分局、人民银行佛山中心支行联合印发《关于开展破产程序中融资工作的备忘录》的通知，支持、引导相关融资机构按照市场化、法治化原则，对因持续经营、复工复产、职工安置等原因有融资需求的困境企业，通过设置纾困基金、开发金融产品等方式提供融资支持，切实解决困境企业在破产程序中遇到的融资难题。随后，在佛山市顺德区人民法院审理的广东千山医疗器械科技有限公司重整案（案号：（2021）粤0606破20号）中，顺德农商行于2022年1月24日与债务人签订了银行贷款合同，发放贷款200万元。这是实务中银行首次直接

⁵⁴ 《中国人民银行关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》（银发〔2003〕121号）：商业银行严禁以房地产开发流动资金贷款及其他形式贷款科目发放房地产开发贷款，并要求企业自有资金不低于开发项目总投资的30%；对土地储备机构发放抵押贷款，贷款额度不得超过所收购土地评估价值的70%，贷款期限最长不得超过2年；对未取得土地使用权证书、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证和施工许可证的项目，不得发放任何形式的贷款；商业银行发放的房地产贷款，严禁跨地区使用；商业银行不得发放用于缴交土地出让金的贷款。

向破产企业提供融资贷款，为有效破解破产企业融资难提供了顺德样板。值得注意的是，金融机构敢于突破传统限制提供共益债融资的前提是地方银保监、金融局等监管部门通过备忘录、会议纪要等形式对共益债融资模式进行了书面认可。因此，该种模式如在全国范围内推广尚需国家层面的监管配套政策出台。

（三）政策性多元化融资支持

2022 年底，监管层面针对房企纾困问题对房企融资政策做出重大调整，其中亦涉及涉破房企融资问题。2022 年 11 月 11 日，中国人民银行联合银保监、住建部出台了《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》（银发〔2022〕254 号，下称“十六条通知”）和《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》（银保监办发〔2022〕104 号，下称“保函置换通知”），其中明确金融机构可采取以下四种方式对涉破项目提供融资支持：

一是开发性政策性银行可向涉破房地产项目提供“保交楼”专项借款。“十六条通知”第七条规定国家开发银行、农业发展银行可以“向经复核备案的借款主体发放‘保交楼’专项借款，封闭运行、专款专用，专项用于支持已售逾期难交付住宅项目加快建设交付”。

二是在专项借款支持项目种可提供配套融资。根据“十六条通知”第八条，在前述专项借款项目项下，对于“剩余货值的销售回款可同时覆盖专项借款和新增配套融资”或能够以其他方式“落实还款来源”的项目，金融机构可以在商业自愿的前提下提供新增配套融资支持。参照《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》（财预〔2017〕89 号）、《中共中央办公厅、国务院办公厅关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》等文件的精神，确保配套融资与专项借款期限匹配、专款专用、锁定偿债来源，在商业自愿的基础上由金融机构自负盈亏、自担风险。

三是向符合条件的优质房企投资人发放并购贷款。“十六条通知”第九条规定“鼓励商业银行稳妥有序开展房地产项目并购贷款业务，重点支持优质房地产企业兼并收购受困房地产企业项目”。

四是通过市场化方式对涉破房企提供支持。“十六条通知”第九条规定“支持有条

件的金融机构稳妥探索通过设立基金等方式，依法依规市场化化解受困房地产企业风险，支持项目完工交付”。

由此可见，本轮房企融资刺激政策鼓励金融机构在原有规范体系下进行创新，通过捆绑地方政府投资平台、优质房企投资人等优质信用主体的方式对涉破地产项目提供资金支持。但是金融机构提供上述“政策性”融资贷款仍以“市场化”投资逻辑为核心，需要自行对偿债成本、开发成本、项目收益、偿债来源进行严格测算，在确保项目收益或其他增信措施、偿债来源能够覆盖贷款本息的前提下发放贷款。以“‘保交楼’专项借款”为例，从制度设计来看，该专项借款纳入政府债务管理，接近“政府专项债”性质。

根据本团队律师已经办理的此类项目经验，目前实务中涉破项目申请专项借款需取得地方政府批准后上报至住建部审核备案，借款主体一般为地方政府投资平台，投资平台再以共益债借款的方式将资金定向用于项目续建复建。

三、金融资产管理公司（AMC）

（一）投资逻辑

金融资产管理公司一直是房企破产项目中的投资人“主力军”。AMC通过购买债权、股债结合、“接管+代建”、与地方国企设立纾困基金等方式参与房地产风险化解，对于提振市场信心，盘活化解重点问题楼盘风险起到了积极作用。据媒体报告，截止至2022年底，中国华融、中国东方资产、中国信达已累计推动及已落地房企纾困项目65个，带动复工复产项目规模已经超过1500亿元⁵⁵。

金融资产管理公司（AMC）最早是依据2000年《金融资产管理公司条例》（国务院令 第297号）经国务院决定设立的收购国有银行不良贷款，管理和处置因收购国有银行不良贷款形成的资产的国有独资非银行金融机构。后经《金融企业不良资产批量转让管理办法》（财金[2012]6号）、《中国银监会关于地方资产管理公司开展金融企业不良

⁵⁵ 苗野：“AMC纾困房企行动加速：化解65个风险项目，带动复工复产规模超千亿元 | 焦点”，《中国房地产报》，2022年12月21日。

资产批量收购处置业务资质认可条件等有关问题的通知》银监发[2013]45号)、《关于适当调整地方资产管理公司有关政策的函》等文件规定,我国在各省范围内分别设立地方 AMC 从事区域内债务重组,实务中地方 AMC 往往通过借助四大 AMC 或当地地方 AMC 委托收购或二级市场收购的方式进行债权收购。目前,我国现有中国华融资产管理公司、中国长城资产管理公司、中国东方资产管理公司、中国信达资产管理公司和中国银河资产管理公司五家全国性 AMC 和 59 家地方 AMC⁵⁶。

以“收债转股”作为传统主营业务的 AMC 参与破产项目具有天然切入点,破产实务中 AMC 作为清算组成员主导破产项目亦由来已久。银保监在两份《关于做好银行业金融机构债权人委员会有关工作的通知》(银监办便函〔2016〕1196号、银监办便函〔2017〕802号)中分别提出“鼓励金融资产管理公司、地方资产管理公司积极参与债务重组等相关工作;地方资产管理公司要积极争取省级人民政府、人民法院的支持,可以作为中介机构列入法院破产管理人名单,发挥化解区域金融风险的作用。”近年来,重庆、福建、河北、河南、安徽、湖南、江苏等地高院的破产管理人名册均已增补资产管理公司⁵⁷,发挥其在资产处置、债务重组过程中的资金优势和资源整合作用。本次针对房企纾困“十六条通知”也明确指出,“鼓励金融资产管理公司、地方资产管理公司发挥在不良资产处置、风险管理等方面的经验和能力,与地方政府、商业银行、房地产企业等共同协商风险化解模式,推动加快资产处置。鼓励资产管理公司与律师事务所、会计师事务所等第三方机构开展合作,提高资产处置效率。”

(二) 投资路径

但是,在破产项目中 AMC 的传统角色是通过已有债权或收购债权化解债务并作为债权人身份掌握一定主动权和决策权,针对共益债融资而言,AMC 并无直接发放贷款资质。

⁵⁶ 中国银行保险监督管理委员会,《地方资产管理公司名单》,2022年3月24日,
www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/governmentDetail.html?doId=1043973&itemId=4167&generalType=1

⁵⁷ 包括重庆渝康资产经营管理有限公司、中国信达资产管理股份有限公司重庆市分公司、河北省高级人民法院关于河北法院破产案件管理人名册的公告、邯郸信创资产管理有限公司、苏州资产管理公司、河南资产管理有限公司、国厚资产管理股份有限公司、湖南省财信资产管理有限公司、中国信达资产管理股份有限公司福建省分公司、中国长城资产管理股份有限公司福建省分公司、中国东方资产管理股份有限公司福建省分公司、福建省闽投资产管理有限公司、兴业资产管理有限公司、厦门资产管理有限公司等。

《贷款通则》第二十一条规定，贷款人必须经中国人民银行批准经营贷款业务，持有中国人民银行颁发的《金融机构法人许可证》或《金融机构营业许可证》，经过多轮金融监管政策变迁后，目前我国从事贷款业务的主体以银行和信托公司为主。在《中国银保监会办公厅关于加强地方资产管理公司监督管理工作的通知》等文件中监管机关明令禁止 AMC 向企业变相贷款融资。因此，实务中 AMC 向破产项目提供共益债融资一般通过以下几种方式：

第一种是通过系统内具有贷款牌照的主体发放贷款。例如中国华融可通过华融湘江银行⁵⁸向债务人企业提供贷款。

第二种是通过信托贷款的方式发放贷款。例如一些存在项目逾期的信托机构与 AMC 共同搭建纾困架构，参与到具体的不良资产项目处置过程中，或者直接通过信托计划向债务人企业发放贷款。

第三种是通过设立 SPV（如合伙企业）向债务人企业发放贷款。例如在 2022 年 11 月刚刚完成的中国融创“董家渡”项目中，中国华融通过设立的芜湖华融资本创誉投资中心（有限合伙）向泛海国际提供股东借款。

第四种是通过设立专项纾困基金向融资主体提供贷款。例如河北省资产管理有限公司专门成立破产费用与共益债务投资专项基金，信达通过旗下设立的危困企业专项投资基金宁波梅山保税港区信达润泽投资合伙企业（有限合伙）参与了大连机床的破产重整投资，完成东北首单“重整共益债务融资”。

四、金融资产投资公司（AIC）

金融资产投资公司（AIC）自 2018 年中国银保监会下发《金融资产投资公司管理办法（试行）》之后正式成为市场参与主体。办法允许银行设立主要从事银行债权转股权及配套支持业务的资产管理公司。金融资产投资公司应当由在中华人民共和国境内注册成立的商业银行作为主要股东发起设立，银行通过金融资产投资公司实施债转股，应当

⁵⁸ 2022 年 7 月 1 日，华融湘江银行发布的《关于重大股权变更的公告》显示，银保监会湖南监管局同意湖南财信金融控股集团有限公司和中央汇金投资有限责任公司联合受让中国华融资产管理股份有限公司所持该行 31.41 亿股，持股比例为 40.53%。

通过向金融资产投资公司转让债权，由金融资产投资公司将债权转为对象企业股权的方式实现。银行不得直接将债权转化为股权。转股债权资产质量类别由债权银行、企业和金融资产投资公司自主协商确定，包括正常类、关注类和不良类债权。

根据《金融资产投资公司管理办法（试行）》和《中国银保监会关于金融资产投资公司开展资产管理业务有关事项的通知》（银保监发〔2020〕12号）规定，AIC主要从事以下几类业务：（一）以债转股为目的收购银行对企业的债权，将债权转为股权并对股权进行管理；（二）对于未能转股的债权进行重组、转让和处置；（三）以债转股为目的投资企业股权，由企业将股权投资资金全部用于偿还现有债权；（四）依法依规面向合格投资者募集资金，发行私募资产管理产品支持实施债转股；（五）发行金融债券；（六）通过债券回购、同业拆借、同业借款等方式融入资金；（七）对自营资金和募集资金进行必要的投资管理，自营资金可以开展存放同业、拆放同业、购买国债或其他固定收益类证券等业务，募集资金使用应当符合资金募集约定用途；（八）与债转股业务相关的财务顾问和咨询业务；（九）开展与债转股投资计划相关的资产管理业务。同时，AIC可以设立附属机构，由其依据相关行业主管部门规定申请成为私募股权投资基金管理人，设立私募股权投资基金，依法依规面向合格投资者募集资金实施债转股。

自2017年国有五大行相继设立金融资产投资公司后，平安银行、兴业银行、广州农商行也在筹备中，2018年2月份的国务院常务会议进一步明确，保险机构也可以新设债转股实施机构。AIC参与破产项目的方式与AMC类似，在破产项目投资活动中AIC的优势在于：

第一，AIC由商业银行直接发起设立，定位为银行债转股实施机构，在收购银行债权、化解存量方面具有天然优势。

第二，资本充足率⁵⁹作为金融机构资本管理核心指标，AIC的资本充足率要求明显低于AMC。《金融资产投资公司资本管理办法（试行）》规定，AIC资本充足率不得低于8%。而根据《金融资产管理公司监管办法》规定，四大国有AMC有资本充足率不得低于12.5%。

第三，AIC从事债转股所持有的债权及股权资产风险权重系数具有明显优势。AIC

⁵⁹ 简称“CAR”，系指资本与风险加权资产之间的比率

市场化债转股形成的股权投资信用风险权重仅为 250%，且不计持股时长⁶⁰，以市场化债转股为目的收购不良资产形成的债权信用风险权重仅为 75%⁶¹。相较而言，根据《商业银行资本管理办法（试行）》第六十三条、六十八规定，商业银行对一般企业债权的风险权重为 100%，被动持有的股权投资在法律规定处分期限内⁶²的风险权重为 400%，超过二年处分期限后的风险权重为 1250%。

目前，国内主要金融资产投资公司已经开始广泛开展破产程序中的风险类项目。以建信投资为例，中诚信国际出具的《建信金融资产投资有限公司 2021 年度跟踪评级报告》显示，“截至 2020 年末，公司风险类资产债转股项目累计签约金额共 1,648.23 亿元……项目多处于破产重整阶段，公司通过外聘律师和中介机构对不良资产进行尽职调查和估值，并发挥自身专业优势联合其他债权人参与企业重整，或协同当地政府寻找合适的战略投资者。”

五、国有企业

（一）投资逻辑

国有企业参与共益债投资活动需要遵守国有资产管理规范，其决策审批难度明显低于国有资产处置和对外股权投资。根据融资主体和借款主体性质的不同，国有企业对外提供借款的审批要求如下：

1. 国有企业向非关联方出借资金需要按照“三重一大”决策程序审批。《企业国有资产法》并未做出特别规定，应当根据公司章程规定履行审批决策程序。另外，根据中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《关于进一步推进国有企业贯彻落实“三重一大”决策制度的意见》规定，“凡属重大决策、重要人事任免、重大项目安排和大额度资金

⁶⁰ 详见：《金融资产投资公司资本管理办法（试行）》附件：“1. 表内资产信用风险权重及合格股权投资风险缓释工具”表 1：“表内资产信用风险权重表”6.1 市场化债转股形成的股权投资

⁶¹ 详见：《金融资产投资公司资本管理办法（试行）》附件：“1. 表内资产信用风险权重及合格股权投资风险缓释工具”表 1：“表内资产信用风险权重表”5.2 以市场化债转股为目的收购不良资产形成的债权

⁶² 《商业银行法》第四十二条规定：“商业银行因行使抵押权、质权而取得的不动产或者股权，应当自取得之日起二年内予以处分。”

运作事项必须由领导班子集体作出决定……大额度资金运作事项，是指超过由企业或者履行国有资产出资人职责的机构所规定的企业领导人员有权调动、使用的资金限额的资金调动和使用。主要包括……以及其他大额度资金运作事项。”同时，“三重一大”事项提交会议集体决策前应当认真调查研究，经过必要的研究论证程序，充分吸收各方面意见；决策作出后，企业应当及时向履行国有资产出资人职责的机构报告有关决策情况。

2. 国有企业向关联方出借资金还需履行出资人职责的机构同意。《企业国有资产法》第四十四、四十五条规定，国有独资企业、国有独资公司、国有资本控股公司不得无偿向关联方提供资金，且除按照章程履行内部决策程序外，还应取得履行出资人职责的机构的同意。

3. 中央企业⁶³对外出借资金需要事先报国资委备案。《关于加强中央企业资金管理有关事项的补充通知》（国资厅发评价〔2012〕45号）规定，中央企业禁止对集团外企业拆借资金；中央企业要审慎开展对集团外企业委托贷款业务，委托贷款对象应当选择资信良好、有业务关系且具备偿还能力的大型企业，其中对中央企业之外的企业或单位还应当事先报国资委备案。

4. 地方国有企业应严格按照地方性国资监管规定履行相关程序。例如成都、芜湖等地存在禁止国有企业为无产权关系的企业提供借款的规定⁶⁴，上海、德州等地国有企业对外提供借款需报国资委审批或备案⁶⁵。

⁶³ 国务院国有资产监督管理委员会，《央企名录》，2022年12月21日，
<http://www.sasac.gov.cn/n2588035/n2641579/n2641645/index.html>

⁶⁴ 《成都市市属国有企业投融资及借款和担保监督管理办法》第三十五条：“企业不得向自然人、外部非法人单位、境外企业提供借款和为其提供担保。除市政府确定的项目外，企业不得向无权属关系的法人单位、企业和组织提供借款和为其提供担保（主营业务为担保、小额贷款、典当、融资租赁等业务的企业除外）”。

芜湖市人民政府办公室《关于进一步加强国有企业对外借款和担保的管理规定》第二条：国有企业不得借款给无产权关系的企业或自然人（下级政府或管委会国有企业除外）；不得借款给无控制权的投资企业；不得为公司董事、监事、高级管理人员或者其近亲属所有或者实际控制的企业提供借款；不得假借经营活动名义为其他企业、自然人提供融资，也不得通过合作贸易、代理业务等形式为其他企业、自然人垫付资金。

⁶⁵ 上海市静安区《区国资委关于规范本区区管企业对外担保、借款行为的若干意见（试行）》、德州市《关于全面加强市属国有企业监管的意见（试行）》

（二）投资路径

从金融监管的角度来看，国有企业发放借款同样适用《贷款通则》和《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》（法释〔2015〕18号），国有企业对外借款与普通公司借款并无实质性差异，即国有企业系独立法人，其向民营企业提供借款本质上为民间借贷。实务中国有企业向破产债务人企业发放共益债主要通过以下五种模式：

1. **通过集团内具有贷款资质的主体发放共益债借款。**例如在（2018）渝0107破5号重庆龙门阵投资开发有限公司、庆龙门阵旅游度假有限公司破产重整案件中，国有企业通过其参股的重庆两江新区宗申小额贷款有限责任公司报名参选共益债投资人⁶⁶。

2. **以垫资施工、垫付工程款的方式提供共益债借款。**例如在（2015）桃民初字第764号桃源县共同创业房地产开发有限公司破产清算案件中，桃源县城市建设投资开发有限公司、桃源县交通建设投资有限责任公司联合常德市东强建筑安装有限责任公司以垫资施工、垫付工程款的方式为项目提供了共益债融资借款。

3. **与其他投资人共同设立投资平台后，以投资平台作为实施主体提供共益债借款。**例如在（2021）皖1124破4号全椒福爵房地产有限公司破产重整案件中，全椒县城投联合中安资产、徽创地产共同成立投资平台后由该平台作为投资人为项目提供共益债借款。

4. **通过商业银行发放委托贷款。**根据《中国银监会关于印发商业银行委托贷款管理办法的通知》（银监发〔2018〕2号），国有企业履行审批程序后可以委托商业银行发放贷款，由银行介入签订三方协议并对资金用途协助监督，有利于保障合同签署及借款的信息透明、保障借款及回收过程的合法合规性、保障后续资金按照约定用途使用，加强违约信用风险管理，保障资金安全和防止国有资产流失。

5. **直接与债务人企业和管理人签订融资借款合同。**该种模式下，国企履行内部决策程序，以民间借贷的方式与债务人企业签订借款合同，约定币种、金额、利率、期限、还款方式、担保方式、用途范围、违约责任、争议解决方式等内容。这种模式由于资金

⁶⁶ 根据重庆市九龙坡区人民法院于2020年7月14日做出的（2018）渝0107破5号之一号《民事裁定书》，该案重整计划草案未获债权人表决通过，法院裁定终止重整程序并宣告债务人破产。

监管难、决策难度高，目前实务中较少国企投资者采用。但是随着共益债融资作为一种特定的破产融资形式逐渐类型化、规模化开展，未来或得到更多适用。例如 2022 年 5 月，泉州市中院、金融监管局联合金控集团共同成立泉州市共益债平台，旨在推动国有投资企业提供破产程序中的资金支持，解决共益债务融资的资金需求问题。

六、特殊法人组织

我们注意到，目前破产共益债投资活动中已经出现了非营利法人的身影，例如在（2018）沪 0118 破 6 号上海誉丰实业（集团）有限公司破产清算案件中，系一家成立于香港的非营利法人“中华福祉基金会有限公司”作为共益债投资人拟提供 7000 万欧元作为共益债融资支持项目复建⁶⁷。

根据《民法典》规定，我国从事民事活动的法人主体除营利法人外，还存在非营利法人和特别法人，其中非营利法人包括事业单位、社会团体、基金会、社会服务机构等，特别法人包括机关法人、农村集体经济组织法人、城镇农村的合作经济组织法人、基层群众性自治组织法人。上述特殊的法人主体提供共益债融资借款并无法律禁止性规定，且部分法人主体例如中国供销合作社、部分基金会名下可支配资金充足，在破产项目中提供共益债融资具有一定可行性。但是，对于此类特殊的法人组织，是否能够作为投资人参与破产项目仍需结合相关管理规范审慎判断。

例如，《中华全国供销合作总社关于印发〈供销合作社社有资产监督管理办法〉的通知》（供销财字〔2020〕38 号）第十八条规定“社有企业应当建立担保和资金出借管理制度，严格控制为参股企业提供借款，确需借款不得超过半年，并要有相应的抵（质）押等保障措施，不得为参股企业提供担保，不得为无产权关系的法人和自然人提供借款、担保，不得假借经营活动名义或通过贸易、代理业务及预付款等形式提供借款或对外拆借资金。”另外，供销合作社所持有资产属于社有资产，对外出借需参照国有企业按照“三重一大”制度履行审批程序。

再如，根据《基金会管理条例》第二十八条规定，公益基金会虽然可以“按照合法、

⁶⁷ 上海市青浦区人民法院做出的（2019）沪 0118 民初 7836 号《民事判决书》显示，中华福祉基金会有限公司最终并未支付该笔共益债融资。

安全、有效的原则实现基金的保值、增值”，进行对外借款的财产管理行为。但是，基金会借出的资金仅限于基金会非限定性净资产和在借贷期间暂不需要拨付的限定性资产，并且基金会借出资金必需在其宗旨和业务范围内开展，资金用途应当与基金会公益活动相关。对于基金会违规对外提供借款事宜，民政部曾做出行政处罚：“经调查，中华文学基金会对长期借款、股权投资未采取任何保值、增值的有效措施，未建立风险控制机制，导致基金会资金被长期占用，违背基金会的公益宗旨，违反了《基金会管理条例》第 27 条、第 28 条的规定。依据《基金会管理条例》第 42 条第 1 款第 1 项的规定，民政部决定对该会作出警告的行政处罚。”⁶⁸

⁶⁸ 中华人民共和国民政部：“民政部对中华文学基金会作出警告的行政处罚”，2017 年 10 月 12 日，民政部门户网站。

第二章 共益债投资人的介入方式

一、投资人招募的基本流程

(一) 投资人引入方式

目前虽然法律对破产投资人的招募方式并没有明确规定，一般来说破产程序中投资人确定协商推荐和公开招募两种形式均可，由于重大案件各方利益关系复杂，对公开透明程度的要求高，以公开招募投资人为原则的司法实践渐成为主流。本文对部分地区关于“投资人引入方式”做出规定的司法规范进行梳理：

	深圳	北京	南京	上海	重庆
文件	《深圳市中级人民法院审理企业重整案件的工作指引（试行）》	《北京破产法庭破产重整案件办理规范（试行）》	《南京市中级人民法院关于规范重整程序适用 提升企业挽救效能的审判指引》	《上海市高级人民法院破产审判工作规范指引（2021）》	《重庆破产法庭企业破产案件审理指南（试行）》
方式	协商引进、公开招募	协商引进、公开招募	协商、公开招募、债权人推荐	市场化方式、公开招募、债权人推荐	协商引进、公开招募
资格	单个自然人、法人、其他组织/联合体	/	单个主体/联合体	/	单个自然人、法人、其他组织/联合体
权利	协商制定预重整、重整方案；查阅债务人资料	协商制定预重整、重整方案；参与重整审查听证；推荐临时管理人	协商制定预重整、重整方案；了解债务人信息	协商制定重整方案；确定临时管理人；参与重整审查听证	协商制定预重整、重整方案；查阅债务人资料

结合上述规范和司法实践，我们对目前破产实务中包含共益债投资人在内的投资人引入方式从以下几个维度进行分析和总结：

第一，投资人引入形式以“公开招募”为原则。破产程序中，投资人的引入及其带来的投资方案是影响债务人财产和各方利益的最核心因素，因此为了确保投资人引入过程的公平公正、避免道德风险、争取多数债权人支持，通过公开招募方式引入投资人最为契合破产程序的精神，因此各地法院规范均认可通过公开招募引入投资人。在本次调

研涉及的 247 个共益债融资案例中，选择公开招募形式的案例占比高达 94%，原因在于相较于股权融资，债权融资更不具“排他性”，通过公开招募扩大投资人吸引范围有利于债务人财产的最大利益。

第二，特殊情况下，投资人可不经公开招募直接“协商引入”。破产程序需要兼顾“公平”和“效率”，如果破产债务人已经存在较为成熟的意向投资人或因挽救重整价值迫切需要及时引入资金，此时繁琐的公开招募程序就不利于破产效率，因而以缔约成本更低的“协商引入”方式更为适宜。以《深圳市中级人民法院审理企业重整案件的工作指引（试行）》为例：“存在以下情况的，管理人可以申请协商确定投资人：（一）债务人与意向投资人已在预重整或者债务人自行经营管理期间初步形成可行的债务清偿方案和出资人权益调整方案的；（二）在重整申请受理时，债务人已确定意向投资人，该意向投资人已经持续为债务人的继续营业提供资金、代偿职工债权，且债务人已经就此制订出可行的债务清偿和出资人权益调整方案的；（三）重整价值可能急剧丧失，需要尽快确定重整投资人的；（四）存在其他不适宜公开招募重整投资人的情形，并经债权人会议或者债权人委员会同意的。”可见，无论是协商引入还是公开招募，投资人和投资方案的确定均以债权人会议的最终认可为前提。

第三，投资人原则上由破产程序期间债务人财产的管理主体负责引入。共益债的引入本质上属于债务人财产管理的一种方式，在重整程序中是重整计划的重要依据或者直接作为重整计划的组成部分，因此投资人的引入主体应当与债务人财产管理主体、重整计划制定主体保持一致。例如深圳、重庆、山东等地均规定在债务人自行管理的“监督模式”下，债务人具有一段自行引入投资人的“专属期”，期限一般为 30 日，自第一次债权人会议召开之日或法院裁定破产清算转重整之日开始起算。专属期内债务人无法提出可行性方案的，管理人可以向社会公开招募重整投资人。

第四，无论采取何种引入方式，债权人对于投资人均有推荐权。例如《北京破产法庭破产重整案件办理规范（试行）》规定，管理人、债务人、债权人等重整利害关系人都可以通过协商推荐或引进重整投资人。

（二）投资人基本要求

破产项目中的投资人可以是自然人、法人、其他组织，既可以单一主体也可以由多

个投资人组成联合体共同担任。

1. 形式审查

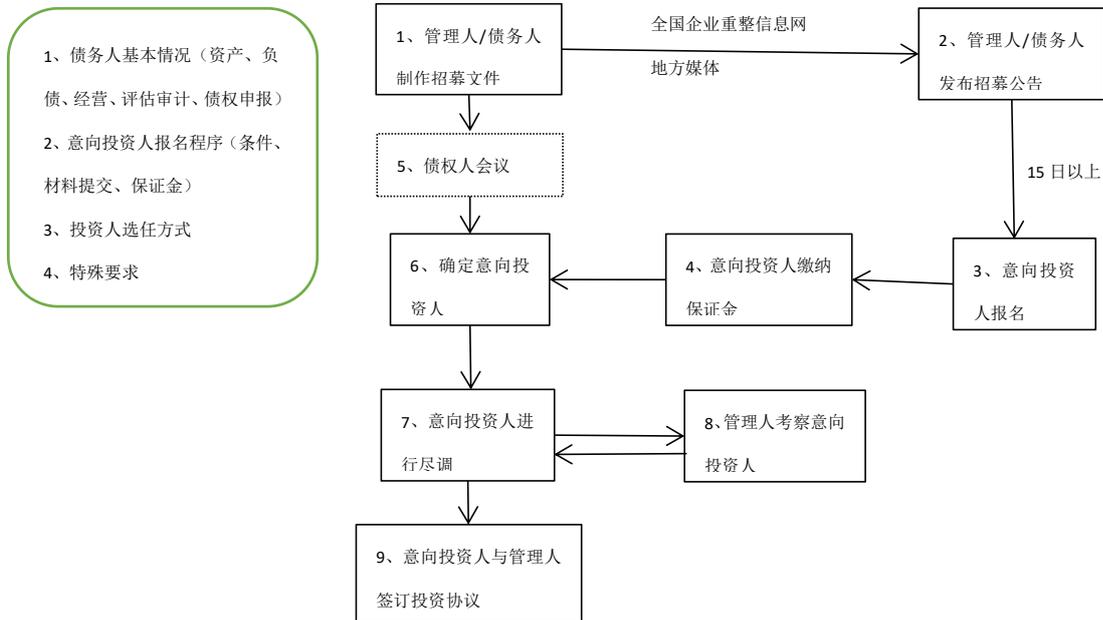
结合司法实践来看，一般对投资人的选任要求考虑以下几个方面：第一，投资人需为合法有效设立存续的法人或非法人实体；第二，投资人的资金实力，财务投资者需考察其融资能力，战略投资者需关注其对企业的经营规划和经营管理能力，避免后续经营管理层频繁变动；第三，投资人需要良好信用资质，不存在重大失信、涉诉被执行情况；第四，投资人在债务人企业经营领域的资质情况，如房地产企业是否具有开发资质等。

2. 实质审查

以上为管理人招募投资人的基本资格要求，而在合格投资人的竞争中，管理人、法院、债权人会议重点关注的是投资人出具的“投资意向书”。投资意向书一般包括：投资人的基本情况，如资质、股权、治理结构、营业模式、主要产品市场、财务状况等；参与投资的资金实力和资金来源；投资规模和投资方式，如借款期限、借款利息等；债务清偿方案和债务人企业继续经营方案等。

（三）公开招募流程

对于采用公开招募引入投资人的项目，一般在管理人完成资产评估后公开招募管理人，管理人需制作招募文件披露债务人企业基本情况并明确投资人招募的标准和程序。招募公告需在全国企业破产重整案件信息网、有影响的媒体平台公开不少于 15 日，为保证投资人招募的有效性，意向投资人一般需要支付保证金。公开招募的流程简示如下：



（四）投资人竞争选定规则

投资人招募过程也是市场检验债务人企业是否具有重整价值的过程，本次调研涉及的案例中约 16%并未成功招募到投资人，最终由法院宣告破产。但是部分优质项目却面临相反的问题，即多家适格投资人报名参选，如何确定最终中选投资人在实务中存在诸多争议。关于在多家投资人竞争中选定投资人的权利主体，实务中存在三种不同的观点：

第一种观点认为债权人会议有权选定投资人。学理通说认为，破产程序中债务人财产的最终控制权归属于债权人会议，我国司法解释也采纳了这种观点。无论是共益债借款还是其他融资方式，本质上都属于债务人财产管理行为，因此债权人会议享有选定投资人的权利。在此种观点下，司法实践又分为两种不同的处理方式，一种是概括规定债权人会议有权选定投资人，对于表决规则和选定方式可以由债权人会议自行约定或授权给债权人委员会等其他机构，例如重庆、山东地区均采用了此种方法⁶⁹。另一种则是明确规定了债权人会议的表决规则，例如深圳地区规定以债权金额、人数“双过半”作为

⁶⁹ 《重庆破产法庭企业破产案件审理指南（试行）》第一百一十三条：多家意向重整投资人经初步审查合格并缴纳保证金的，由债权人会议选定重整投资人。

《山东省高级人民法院企业破产案件审理规范指引（试行）》第一百四十四条：多家意向重整投资人经初步审查合格并缴纳保证金的，由债权人会议选定重整投资人。

债权人会议表决的一般原则，但是在投资人无法达到上述标准时，仍可将获得较多债权人支持或获得较高债权额比例支持的意向投资人确定为投资人⁷⁰，这种做法可以确保在破产程序中不会因为债权人参与度不足而导致新生融资受阻。

第二种观点认为管理人有权选定投资人。根据《企业破产法》第二十五条规定，管理人作为破产程序的执行者有权对债务人财产进行管理和处分，因此部分实践中管理人承担了对多个投资主体进行遴选的职能，例如《上海市高级人民法院破产审判工作规范指引（2021）》规定，“管理人结合招募要求、项目特点、重整预案、经营承诺等各方面条件进行评审，依法、公正地择优招募。管理人可根据实际需要，聘请相关专业人士协助招募评审。”

第三种观点认为法院有权选定投资人。例如在（2021）粤 19 破 18 号东莞市华夏经济发展有限公司破产重整案件中，东莞中院以通知书的形式确定管理人提请的重整投资人。⁷¹但是另一些法院则明确采取了回避态度，例如《上海市高级人民法院破产审判工作规范指引（2021）》规定，“人民法院不直接参与招募评审，依法行使监督指导权。”

我们认为第一种观点更具合理性。由债权人会议作为选定投资人的权利主体不仅符合破产程序中债务人财产控制权的主流理论学说，也更加符合我国现行司法解释的规范体系。如果说股权投资人的选定主体与重整计划的提出主体具有更高关联性，那么共益债投资人的引入则需要与《破产法》第六十九条规定的“重大财产处分行为”和《破产法司法解释三》第二条、第十五条规定的债务人企业对外借款的决策机制相统一，二者的决策主体均为债权人会议。只有在债权人会议缺位的情况下，法院和管理人出于破产

⁷⁰ 《深圳市中级人民法院审理企业重整案件的工作指引（试行）》第八十一条 多家意向重整投资人经初步审查合格并缴纳保证金的，由债权人会议选定重整投资人。选定规则为：（一）经出席会议的有表决权的债权人过半数同意，并且其所代表的债权额占无财产担保债权总额二分之一以上的，该意向重整投资人即为重整投资人；（二）经表决所有意向重整投资人均不符合第（一）项规定的标准，但其中一家意向重整投资人获得同意的表决人数、债权额比例均超过其他意向重整投资人的，该意向重整投资人即为重整投资人；（三）经表决所有意向重整投资人均不符合第（一）、（二）项规定的标准，但仅有两家意向重整投资人参与表决的，获得较多债权人支持的即为重整投资人；超过两家意向重整投资人参与表决的，由债权人会议对最多债权人和最多债权额同意的两家意向重整投资人按照本条规则再次表决。经合议庭同意，债权人会议可以另行通过符合案件特点的选定规则。

⁷¹ （2021）粤 19 破 18 之二号《通知书》：“你方提交的《关于提请人民法院协商确定深圳市鸿泽峰聚企业管理合伙企业（有限合伙）为重整投资人的报告》已收悉。经审查，本院同意你方提出的意见，确认深圳市鸿泽峰聚企业管理合伙企业（有限合伙）为东莞市华夏经济发展有限公司重整投资人。”

程序效率考量才得以代为行使职能。因此，我们建议管理人在提交债权人会议表决对外借款的议案中一并披露投资人遴选机制，在债权人会议授权范围内执行投资人遴选事务。

二、投资者介入的阶段选择

（一）破产受理前介入

1. 投资人前期介入的必要性

虽然我国破产法律制度已经为破产程序中的借款提供了共益债优先顺位保护，但是实务中“申请破产”在我国现实国情下往往是债务人企业穷尽拯救方式后的最后一步。因此，对于资金链断裂经营难以维系的债务人企业来说，大部分企业在正式进入破产程序前即已亟需获得现金流支持，而在这个阶段债务人已经面临资不抵债的风险其股权价值极低甚至为零，投资人不可能通过股权收购提供资金支持，往往会通过为债务人企业提供借款的方式补充流动性。同时，前期介入项目的投资人能够取得很好的谈判地位和谈判优势，部分债务人企业可以通过前期融资实现脱困，最终免于进入破产程序。因此，债权人投资人前期介入不仅具有必要性，也符合困境企业拯救制度的现实需求和资本运行的商业逻辑。

2. 投资人前期介入的核心风险

对于前期介入的投资人来说，其面临的核心风险是：在债务人企业后续的正式破产程序中，该投资人能否被确定为破产重组方，其已经提供的借款能否作为共益债权得到确认。

由于“共益债权”的概念和优先性仅存于破产程序中，《破产法司法解释三》第二条明确将共益债借款发生的时间确定为“破产申请受理后”并需前置批准程序确认，投资人在破产受理前发放的借款认定为共益债权没有直接法律依据。即便在有政府参与的庭外重组程序中引入的融资借款，当债务人企业进入破产程序后，司法实务中多数也并未确认其共益债性质，仅按照融资借款自身的交易架构将其作为普通债权或有财产担保的债权进行认定。例如在临湘市永生房地产开发有限公司破产案件（（2020）湘0682民初1052号）、浙江亚西亚房地产开发有限公司破产案件（（2021）浙01民终387号）、

威海丰成房地产开发有限公司（(2021)鲁 1082 民初 2704 号）中，虽然投资人均在政府不同程度参与的庭外重组程序中提供融资借款，但在后续的破产债权确认诉讼中，法院均未支持上述借款具有共益债性质。

虽然司法实践中也存在法院对庭外重组阶段投资人提供借款认定为共益债的个别案例，例如鹤壁市银盛置业有限公司与鹤壁市鼎盛房地产开发有限公司破产债权确认纠纷案、浙江亚西亚房地产开发有限公司与杭州宋都诚业投资管理有限公司破产债权确认纠纷（详见本报告第一部分“房企共益债投资案例样本的实证分析”，第 26 页）。但由于缺乏法律依据和普遍适用性，我们不建议投资人在庭外重组阶段将“未来共益债优先性”作为偿债保障措施向债务人企业提供借款，而是应当通过第三方增信、财产担保等其他方式作为增信措施。

3. 预重整制度下的投资人提前介入

与庭外重组不同，预重整制度则为投资人提前锁定重组方地位、确保前期融资的共益债法律性质提供了机会和正当性。在本次调研涉及的全部共益债融资案例中，约 15% 的共益债招募公告发布于预重整阶段。根据各地法院出台的关于预重整规范和司法实践：

一方面，法院尊重预重整阶段引入的投资人具有优先地位。预重整阶段介入程序的投资人，如果与债务人已经初步形成了可行的债务清偿方案和出资人权益调整方案，或已经持续为债务人的继续营业提供资金、代偿职工债权的，即便正式进入程序后由管理人接管，亦可以免于公开招募程序，由管理人直接确认。这也是出于债务人企业继续经营的必要性考虑，如果对于预重整阶段为债务人继续经营提供支持的投资人不予认可，则不仅对前期投入大量资金成本的投资人并不公平，而且会造成预重整或庭外重组阶段融资困难。

另一方面，在预重整阶段经过特定程序引入的融资可以在正式破产程序中作为“共益债”优先受偿。本报告统计了 21 份各地法院关于预重整阶段引入融资借款的规范性文件，均认可符合特定程序的破产受理前借款可以参照共益债进行优先清偿。

对于此类借款的审批主体，各地规定有所不同：（1）部分地区（如威海、淄博等地）规定仅需（临时）债权人会议或债权人委员会批准；（2）部分地区（如株洲、岳阳、苏州市吴中区等地）规定由临时管理人批准；（3）另有部分地区（如深圳、宿迁、

齐齐哈尔、苏州市吴江区等地）规定由法院批准；（4）其他部分地区（如江西、陕西、郑州、长春等地）则规定需要（临时）债权人会议和/或法院批准方可对外融资（详见本报告第二部分“共益债的法律分析”，第 72-73 页）。

我们认为最后一种审批机制更具合理性，预重整作为一个以当事人意思自治为前提的半司法程序，是否准许债务人企业对外融资并赋予其优先顺位仍需尊重债权人的意愿，由于预重整程序中债权人会议的代表性和有效性存在不足，当债权人会议无法做出有效决议时，法院可以参照《破产法司法解释三》第二条的规定批准该项借款。

在预重整阶段投资人介入的方式非常灵活，既可以通过债务人企业自行招募，也可以由债权人、利害关系人推荐，或者由临时管理人受债务人企业委托进行招募。实务中战略投资人更多来源于债务人企业的行业内部资源，而财务投资人例如不良资产投资基金、地方 AMC 等投资机构往往通过银行债权人或金融债委会引入，也有不少投资人通过地方政府的招商引资平台由政府推荐产生。

（二）破产程序中介入

我国目前司法实务中，大部分共益债投资人系于债务人破产程序中介入并完成共益债借款的发放。本次调研涉及案例的 92% 共益债权形成于破产程序中，现行司法解释所规定的共益债融资借款也系指此种情况，在此不予赘述。

（三）重整计划执行阶段介入

由于投资人的投资方案和商业测算通常伴随特定的偿债方案、续建复建方案和偿债保障措施，共益债投资的成功不仅需要投资人资金投放，也需要一系列配套条件在破产程序中以确定的方式得到满足。因此，实务中另外一种常见情况是投资人于重整计划裁定批准后，即重整计划执行阶段方才介入。

本次调研的案例中，约 7.4% 的案例中共益债投资人系在重整计划执行阶段引入，其中包括两种情况：

第一种是重整期间即招募到投资人并签署投资协议，但将重整计划裁定批准作为投资协议生效条件或放款条件，投资人于重整计划执行阶段发放借款。例如在（2022）渝 05 破申 526 号重庆柏炜锦瑞房地产开发有限公司预重整案件中，临时管理人在共益债投

资人招募公告中明确共益债投资人发放借款的时候为法院裁定批准《重整计划》之后。

另一种是重整期间并未成功招募到投资人，投资人招募程序在重整计划执行阶段启动或继续进行。例如在（2020）川1324破1号四川省建功房地产开发有限公司破产案件中，债务人企业于《重整计划草案》中做出招募投资人安排，并于《重整计划》表决通过并经法院裁定批准后，在重整计划执行阶段启动投资人招募程序。

投资人在重整计划裁定批准后正式发放借款具有一定合理性，如果在债权状况不清、开发方案不明的情况下贸然投资，不仅共益债投资人面临较高投资失败的风险，对于原债权人而言具有优先顺位的新生融资也将稀释其清偿比例，因此极易引发诉争，不利于破产程序顺利推进。在本团队律师承办的株洲华晨房地产开发有限责任公司共益债投资项目中，投资人全程参与了重整计划的制定、表决过程，对破产债权和或有债务进行了细致梳理，做出了严谨准确的资金测算方案，并在重整计划裁定经法院批准、确定投资所需商务条款能够得到落实的前提下，方签署一系列投资协议并发放借款。

但是对于前述第二种情况，我们认为，在重整计划执行阶段（继续）招募投资人容易变相延长重整期间、延误债务人财产变现和债权清偿期限，应当作为例外情形适用，重整计划应当明确招募投资人的期限，一定期限内如无法成功募集资金则应及时宣告债务人破产，通过清算程序对债务人财产进行变现、分配。

三、投资人招募阶段相关协议的风险防范

对于投资人来说投资协议是确保投资资金安全的最重要途径，需要通过投资协议确定投资方式、投资标的、投资金额等核心内容，具体将在本部分第五章“核心交易文件的注意要点”详细介绍。在投资人招募阶段，投资人亦需签署相关交易文件，如招募应答文件、保证金支付协议、投资框架协议等，本小节重点介绍此类投资人招募阶段涉及协议的法律性质和风险防范。

（一）投资意向书的法律性质

在投资人招募阶段，多数投资人最为关心的是：投资人一旦提交“报名文件”或“投资意向书”，是否构成对投资人有约束力的合同，投资人即负有投资义务？

我们认为，招标公告的性质属于要约邀请，投资人提交的投资意向书等报名文件将作为与招募方签订投资协议的要约，投资人中选后，管理人以公告规定的方式向意向投资人送达通知后即视为承诺，此时投资人负有签订投资协议的义务。根据《民法典》第四百七十二、四百七十三条规定，要约需要内容具体且明确一经承诺要约人即受意思表示约束。根据《民法典》有关规定，在管理人做出确认通知之前投资人尚有权撤销要约，实务中一般在保证金缴纳期限届满之前均可撤销。但是，如意向投资人中标后再无故退出，没有与管理人签订投资协议，则管理人有权要求意向投资人承担违约责任，具体方式一般为没收保证金或赔偿实际损失。

（二）保证金的支付和退还

投资人参与破产项目投资，招募过程中可能涉及两笔保证金，分别为参选保证金（招募保证金）和履约保证金（重整保证金）。其中参选保证金是指在管理人或债务人发布投资人招标公告之后，投资人报名参与意向投资人竞选后需缴纳的保证金，用于确保符合条件的意向投资人不得无故退出；履约保证金是在投资人中选之后为确保按期支付投资款事先支付的保证金。除此之外，有些项目中因涉及意向投资人对债务人企业尽调需签订保密协议并设置保密保证金，重整计划裁定批准后投资款支付过程中还可能另需支付针对某笔重大投资款项的保证金。

关于保证金支付方式，目前破产实务中的通常做法是，意向投资人签订投资协议后应当向管理人支付一笔保证金作为履行支付投资款义务的担保，投资人顺利完成注资义务后管理人应退还保证金或将保证金折抵为投资款。如事先已经缴纳“参选保证金”，大部分项目中意向投资人经中标确定为正式投资人，其前面缴纳的参选保证金自动转化为履约保证金。例如“昆山领地置业发展有限公司预重整投资人招募公告”中约定，“重整投资人与管理人签署书面投资协议后，参选保证金自动转为投资协议下的重整履约保证金，如重整投资人签订协议后存在任何违反协议约定的行为，将被取消重整投资人资格，已缴纳的重整履约保证金不予退还”。也有项目要求投资人在投资协议签订后缴纳履约保证金，此前缴纳的参选保证金一般折抵。

关于破产程序中保证金的性质，目前主流观点认为应当区别于违约金和定金，而参考招投标法中的投标保证金、履约保证金认可其担保性质，以督促投资人履行投标和投

资义务。《招标投标法》第四十六条规定，招标文件要求中标人提交履约保证金的，中标人应当提交。同时《招标投标法实施条例》将履约保证金的金额限制于中标合同金额的10%之内。除非另有约定，破产程序中的履约保证金一般不适用定金双倍罚则规定，也不适用违约金的调整规则。因此，如果投资人签订投资协议后未履行协议义务或由于虚假陈述等原因导致丧失投资人资格，则管理人有权扣除履约保证金。例如，在中都控股集团破产案件中，意向投资人中选投资人后未按约定支付投资款，致使管理人重新招募投资人且二次招募的重整资产成交价大幅降低，因此法院支持管理人没收投资人保证金2亿元，不视为违约金约定过高的情形⁷²。

（三）框架投资协议的风险规避

对于以破产程序中其他商务条件的满足（例如重整计划裁定批准等）作为放款前提的投资人，在中选为投资人之后、资金投放之前通常需要与债务人企业或管理人签订框架投资协议。为免除投资人在商务条件最终未能实现情况下的投资义务，我们建议投资人在此类框架协议通过约定“生效条件”或“解除条件”的方式规避风险。

框架投资协议中常见的“生效条件”包括：预重整投资人确定为正式重整程序中的投资人、重整计划经法院裁定批准、共益债融资方案经债权人会议通过等。如果协议生效条件未届满，则协议不对投资人产生约束力，相应的支付投资款的义务也应设置于投资协议生效后履行。例如ST庞大投资协议约定，“乙方应当在重整计划获得法院裁定批准之日起10日内，将本协议第六条第1款约定的保证金以外的投资款，汇入甲方指定的银行账户。”

对于前期需要实际投入部分资金，但仍存在退出需求的投资人来说，更多通过设置“解除条件”维护投资人权益。设置合同解除条款的优点在于：（1）根据《民法典》第五百六十六条规定，已经履行完毕的部分和违约金条款继续有效⁷³；（2）可适用于在正式投资协议签署前需签署前置协议的情况，例如“龙游沪鑫不锈钢制造有限公司重整

⁷² 浙江省杭州市中级人民法院：“杭州屹翔房地产开发有限公司、杭州博达化工科技发展有限公司合同纠纷二审民事判决书”，（2020）浙01民终8083号，2020年11月25日。

⁷³ 例如《神州长城预重整投资协议》约定：“但神州长城具体重整方案尚需在公司进入重整程序由重整管理人制定，并以有权法院最终裁定批准的重整计划为准。若因重整方案未获通过或批准，导致双方无法按本协议约定继续推进，本协议自动解除。”

意向投资人预招募”过程中，为解决继续经营问题入围投资人与管理人签订的预重整投资协议为承包经营方式，则重整计划正式获批之后管理人向投资人移交资产、完成股权财产过户手续时，前期承包经营协议自动解除。

（四）投资人的违约责任

投资人的主要违约事项是签订投资协议后出资不到位致使管理人不得不重新选择投资人。实务中管理人对违约投资人的赔偿请求主要包括定金、违约金、保证金三种，对于此类诉争，目前司法实务的主流观点是：在协议均有约定的情况下，违约金和定金择一主张，履约保证金可以和违约金同时主张。

当投资文件对违约行为同时约定了定金和违约金时，根据《民法典》第五百八十八条的规定，守约的一方只能选择其中一种作为违约损害赔偿的方法。以南京新善恒基混凝土有限公司破产重整案投资纠纷案件为例，栖霞区法院认为，“双方的合同第十一条约定，原告根本违约导致解除合同的，被告没收定金，如违约金或定金不足以弥补被告的经济损失的，原告还应另行支付赔偿金；根据法律规定，当事人既约定定金又约定违约金的，一方违约时，对方可以选择适用违约金或定金条款。本案中，通过被告的辩称和主张，被告适用的是违约金条款，本院按照违约金条款确定原告的责任。”法院最终按照两次竞拍成交价的差额确认了管理人损失，并判决投资人作出赔偿。

而履约保证金具有担保的性质，并不以接受方存在损失为前提及损失大小为前提，可以和违约金同时主张。以（2018）川01民终50号裁定“四川法商专修学院租赁合同纠纷案”为例，成都市中级人民法院最终裁判认为：对交通学校诉请的履约保证金及违约金予以支持，符合当事人意思自治原则。对于法商学院认为二者不能同时适用，否则将远远超过违约所造成的实际损失的主张，本院认为，案涉协议中关于履约保证金与延迟支付违约金的约定均系双方的真实意思表示。上述有关履约保证金及违约金的约定均属有效，于同时违反上述约定的场合，得依请求权人的主张而分别产生相应的法律效果，并均可得以适用。

需要注意的是，管理人扣除投资人的履约保证金需要满足协议约定的特定条件，例如在（2018）沪0118破6-2号中华福祉基金会有限公司其他合同纠纷一审民事判决书中，法院认为虽然投资人未按期支付投资款构成违约，但投资协议约定的赔偿金需以重

重整计划裁定批准为前提，由于本案中重整计划最终并未裁定批准，赔偿金支付条件并未成就。

综上，我们认为对于投资人来说，参与意向投资人招募需要注意以下三点：

第一，在投资意向书中需将公司情况、投资方式、投资金额等核心事项加以明确。由于承诺的内容应当与要约的内容一致，将投资方式尽可能具体化可以避免实务中管理人在投资协议设置过于苛刻的条款。

第二，预重整阶段确定中标的投资人能否作为重整投资人参与正式重整程序存在一定不确定性，只能作为“入围意向投资人”参与预重整，投资人应该在投资协议等文件中要求设定优先权条款，要求投资人无需再次报名参选并在同等条件下享有优先权，如果最终未能担任重整投资人，则保证金应当退还，并约定保证金符合退还条件的是否应当支付保证金占用期间利息。

第三，正式投资前签署的框架协议需通过陈述与保证条款作为终止投资的免责事由，或通过设置合同生效、解除条款在资产存在重大瑕疵等情况下顺利退出。

四、融资成本的负担

财务顾问是投融资市场不可或缺的角色，在投资人引入的过程中经常发挥重要作用。关于破产程序中财务顾问费用的承担主体和法律性质，目前法律层面没有明确规定，实务中的主流做法是在债权人会议批准的前提下可以作为重整费用列入共益债务或破产费用优先清偿。

为了避免债务人企业和投资人通过“财务顾问费”进行利益输送等道德风险，部分法院明确规定预重整阶段的融资成本由投资人自行承担，例如：《北京破产法庭破产重整案件办理规范（试行）》第四十九条规定，“预重整期间，临时管理人可以委托本规范第十五条规定的第三方专业机构或人员，辅助分析判断债务人的重整价值和重整可能、预重整方案的可行性，上述人员可以参与预重整方案协商。需要支付费用的，由临时管理人与预重整参与人协商负担；协商不成的，由临时管理人自行负担。临时管理人可以委托前款规定的第三方引进重整投资人，需要支付费用的，由重整投资人负担。”

另有地区法院对融资成本的金额上限做出了规定，例如：《郑州市中级人民法院审

理企业破产重整案件工作指引（试行）》第四十七条规定，“在重整期间，自行管理的债务人可以聘请法律顾问、财务顾问等社会中介机构提供重整所必需的中介服务。经债务人申请，也可以在重整期间继续履行已经签订的顾问协议。顾问费在重整计划草案中予以通报后可以列入共益债务，在重整计划执行阶段一次性支付。重整计划未获批准或者未能执行完毕的，顾问协议约定的顾问费金额应当在管理人报酬的百分之二十幅度内予以把握，职工债权无法全额受偿的，约定的金额不得超过管理人报酬的百分之十。”

74

⁷⁴ 同《深圳市中级人民法院审理企业重整案件的工作指引（试行）》第六十六条规定。

第三章 尽职调查阶段的注意要点

破产项目盘活难度大、资产瑕疵多、债权债务关系复杂，管理人对信息的掌握和披露程度存在局限性，且在发布的招募公告中往往要求投资人“自担风险”，因此投资人在破产项目中做好尽职调查尤其重要。针对破产程序中房企开发需要特别关注的风险点，我们将影响项目后续开发变现的风险点归入“收益测算风险点”，并将影响项目开发成本和偿债成本的风险点归入“成本测算风险点”，分别介绍如下。

一、项目收益测算主要风险点

（一）土地使用权是否存在瑕疵

投资人在尽职调查过程中，需重点审查土地出让合同、土地划拨手续、土地使用权证办理情况、土地出让金的支付情况和资金来源以及是否存在尚未解决的拆迁安置情况，其中投资人需要特别关注的是破产债务人企业常见的土地闲置问题。

我国现行土地管理制度规定了政府收回闲置土地的权利。《土地管理法》第三十八条、《城市房地产管理法》第二十六条、《闲置土地处置办法》第二条、第十四条等规定，已动工开发但开发建设用地面积占应动工开发建设用地总面积不足三分之一或者已投资额占总投资额不足百分之二十五，中止开发建设满一年的国有建设用地，可以认定为闲置土地。认定为闲置土地的，根据法律规定，未动工开发满一年的，由市、县国土资源主管部门报经本级人民政府批准后，向国有建设用地使用权人下达《征缴土地闲置费决定书》，按照土地出让或者划拨价款的百分之二十征缴土地闲置费；未动工开发满二年的，行政机关可以无偿收回土地使用权。

在破产程序中，破产财产处置国有土地使用权与行政机关作出闲置土地强制收回决定产生的争议尤为突出。根据国内某破产法庭进行的专项调研报告显示，在该地涉及闲置土地收回的破产案件中，“土地是破产企业的主要甚至唯一资产，平均占破产财产总额三分之二以上。土地收回直接导致民事债权清偿比例下降 90%以上，甚至达到 100%

无法清偿。⁷⁵” 行政机关已经做出收回闲置土地决定的房企进入破产程序后，该土地使用权应根据破产法律规定由债权人会议或法院批准处置方案，因此破产管理人一般通过提起行政复议或行政诉讼的方式要求行政机关撤销收回决定。从实务结果来看，对于债务人企业已经进行开发建设的项目，行政机关败诉的机率较大⁷⁶。

我们认为，行政机关做出的收回决定属于一种可诉行政行为，系属典型行使行政优益权的行为。在破产程序中，根据《全国破产审判工作会议纪要》所确定的民事责任优先于行政责任的原则，行政机关征收的土地闲置费或无偿收回土地的权利即便不劣后于一般债权，至少也不应优先于民事法律关系项下的一般债权人受偿。同时，土地出让协议属于具有私法性质的行政协议，行政机关要求收回闲置土地体现了受让方民事违约责任与行政责任的竞合，如果行政机关无偿收回闲置土地而对受让方没有对应补偿，则无疑有悖于公平原则。

此外，国土资源部曾出台《对收回被司法机关查封国有土地使用权问题的批复》（国土资函 403 号），对司法机关查封期限内人民政府收回国有土地使用权的权利进行了限制。参照上述规定，我们认为，对于破产程序中行政机关要求收回的闲置土地，管理人可以根据《破产法》第十八条规定主张继续履行《土地出让协议》并及时启动续建复建；对于无续建安排的土地行政机关可以收回闲置土地，但需支付合理补偿。

因此，对于存在闲置土地收回风险的债务人企业，投资人需要及时与政府部门取得沟通，必要时通过会议纪要等形式做出承诺，并在投资协议、重整计划等文件中明确风险承担机制；对于已经做出收回决定的案件，需要行政机关撤销收回决定后再予以放款。

（二）项目审批手续是否存在瑕疵

房地产开发项目的审批手续主要指“五证”的办理情况，包括建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、土地使用权证、建设工程施工许可证、预售许可证。由于破产债务人企业多存在资金链锻炼、开发停滞等问题，经常存在建设工程规划许可证过期的情况，甚至在未取得建设工程施工许可证的情况下违规施工。对于这种情况，共益债投资人需事先通过破产程序中的“府院联动”机制与行政机关核实后续证照办理的可行性。

⁷⁵ 该报告尚未发布，暂不予披露具体名称。

⁷⁶ 同上。

实务中各地司法行政机关对于破产债务人企业续建复建手续办理多有配套支持政策。例如，《昆明市中级人民法院关于规范全市法院房地产企业破产案件审理相关问题的指引（试行）》第 20 条规定，“决定续建的工程项目，管理人提交续建方案后，应及时与自然资源、住建、规划、环保等部门进行对接，获得相关土地、规划许可；对基本完工的房地产项目，管理人应及时向自然资源、住建、规划、环保、应急管理等部门提交相应材料，尽快办妥相关手续。”

（三）“政策性”补偿能否落实

对于进入破产程序的烂尾楼项目，一旦已经开始预售，预售款项多已挪作他用，多数剩余货值难以平衡开发成本。实务中，政府为化解交房问题、招商引资，常提出“政策性补偿方案”，例如额外匹配土地、通过“上征下租”等方式允许投资人仅实际缴纳支付农民集体土地和青苗附着物部分费用就直接占用土地并实施开发建设等。对于此类补偿措施，投资人需严格评估补偿措施能否落实，并在协议中针对补偿措施未实现的情况设置特殊条款。

（四）项目是否存在刑事查封情况

《民事诉讼法》第 150 条第 5 项、最高人民法院《关于在审理经济纠纷案件中涉及经济犯罪嫌疑若干问题的规定》、《全国法院民商事审判工作会议纪要》第 130 条等法律法规确定了司法实务中的惯常规则“先刑后民”，即“民商事案件必须以相关刑事案件的审理结果为依据”，如果刑事案件立案后，同一法律关系的民事案件应该驳回起诉或者中止审理⁷⁷。例如《浙江省高级人民法院民事审判第二庭关于在审理企业破产案件中处理涉集资类犯罪刑民交叉若干问题的讨论纪要》第二条规定，“企业破产案件受理

⁷⁷ 例如（2017）琼 02 破 2 号之二号民事裁定书：“本院认为，因吕辉及旭诚公司涉嫌非法集资，涉及本重整案相关刑事案件正在公安机关侦查过程中，而非法集资案件属于特殊种类犯罪，依照《最高人民法院、最高人民检察院、公安部关于办理非法集资刑事案件适用法律若干问题的意见》第七条规定：“对于公安机关、人民检察院、人民法院或者个人就同一事实向人民法院提起民事诉讼或者申请执行涉案财物的，人民法院应当不予受理，并将有关材料移送公安机关或者检察机关。人民法院在审理民事案件或者执行过程中，发现有非法集资犯罪嫌疑的，应当裁定驳回起诉或者中止执行，并及时将有关材料移送公安机关或者检察机关”，本重整案在宣告破产前因相关刑事案件正在公安机关侦查过程中，且与公安机关协调后仍无法解除对旭诚公司财产的刑事查封的情况下，本重整案不应再进行审理。故河南设计院对旭诚公司的重整申请，本院予以驳回。”

后，发现企业控股股东、实际控制人、法定代表人及其他企业高管（以下简称：“企业股东及高管”）涉嫌犯罪的，可以将涉嫌犯罪的材料移交侦查机关，并根据企业破产法第十二条规定驳回企业破产申请。”

但是对于不符合“民商事案件必须以相关刑事案件的审理结果为依据”的案件（在破产程序中体现为“涉案的财产与破产财产能够区分”）则可以进入破产程序，形成“刑民并行”的审判模式⁷⁸。

目前主流观点认为，当刑民并行时，刑事案件所涉的相关财产的保全应解除、执行应中止，涉案财产在破产程序中由管理人一并处置。根据《九民会议纪要》第109条规定，债务人企业进入破产程序后，税务机关、公安机关、海关等采取保全措施应当解除，且根据《最高人民法院关于依法审理和执行被风险处置证券公司相关案件的通知》第5条和浙江省高级人民法院关于印发《关于服务金融改革大局依法妥善审理民间借贷纠纷案件的若干意见》的通知中，均提到受理企业破产申请后，对追究债务人刑事责任的财产保全措施和执行程序，要依法解除保全、中止执行。在破产程序中，由于债务人企业通过刑事犯罪获得的赃款赃物别除于债务人财产，应当予以追缴后向被害人退赔⁷⁹，因此应当根据赃款赃物能否与债务人合法财产相区分决定处理方式。如果涉案赃款、赃物能够在刑事程序中实现特定化，则被害人可以行使取回权要求破产管理人返还财产；但对于已经与债务人财产无法区分的赃款、赃物，如何向被害人分配实务中观点又存在分歧，部分法院认为被害人应当通过债权申报的方式在破产程序中优先受偿⁸⁰；部分法院则认为此类债权应与普通债权同顺位受偿⁸¹。

⁷⁸ 例如重庆市梁平区人民法院在(2018)渝0155破申1号民事裁定书中认为，虽然债务人重庆吉纳汽车配件有限公司的实控人存在非吸诈骗等刑事犯罪，债务人企业符合破产条件仍受理其破产申请。

⁷⁹ 《最高人民法院关于刑事裁判涉财产部分执行的若干规定》第十条：对赃款赃物及其收益，人民法院应当一并追缴。被执行人将赃款赃物投资或者置业，对因此形成的财产及其收益，人民法院应予追缴。被执行人将赃款赃物与其他合法财产共同投资或者置业，对因此形成的财产中与赃款赃物对应的份额及其收益，人民法院应予追缴。

⁸⁰ 《广东省高级人民法院关于审理企业破产案件若干问题的指引》第一百二十二条：破产案件受理时，刑事程序并未以查封、扣押等措施将赃款特定化，赃物无法与破产财产区分的，被害人可以赃款、赃物的价值向管理人申报债权并主张优先受偿。

⁸¹ 《四川省高级人民法院关于审理破产案件若干问题的解答》第13条：在破产案件中，债务人或相关人员因涉嫌非法集资类刑事犯罪，相关刑事案件的被害人能否在破产程序中主张权利？

但在实务中，管理人很难适用《破产法》第 19 条的规定解除刑事的保全措施，通常只能等刑事判决作出最终认定后才能进行处置。非法所得流入债务人企业后常与其他合法财产构成混同进而被公安机关一并查封，对于此类情况管理人和债权人均缺乏救济路径，仅能按照《刑事涉财产执行规定》第 14 条、第 15 条规定，向执行法院提出书面异议。甚至部分案件中出现重整计划执行阶段债务人财产被刑事案件侦查机关大量查封的情况，致使重整计划无法执行。

因此，如债务人企业涉及刑事案件，共益债投资人需特别关注刑事案件进展及其对续建复建资产是否存在影响。例如在（2021）苏 0585 破 7 号太仓康来特房地产开发有限公司重整案件中，债务人核心资产“花漫九里三、四期”土地被上海一中院刑事查封，上海一中院认为花漫九里三四期地产是刑事案件非法集资款转化而来，本质上属于被害人财产，被害人享有优先退赔权利，不应列为破产财产。尽管管理人并不同意上海一中院意见，但上海一中院并未给管理人救济途径。本案虽然在预重整阶段招募到两家意向投资人，但最终均未成功注资。

（五）房屋预售能否顺利“解抵押”

房地产开发实务中商品房预售解除土地和在建工程抵押。虽然《城市商品房预售管理办法》第五条对预售商品房仅要求“（一）已交付全部土地使用权出让金，取得土地使用权证书；（二）持有建设工程规划许可证和施工许可证；（三）按提供预售的商品房计算，投入开发建设的资金达到工程建设总投资的 25% 以上，并已经确定施工进度和竣工交付日期。”且我国《民法典》也已经明确允许抵押人转让存在抵押权的不动产⁸²。

答：破产程序中涉及非法集资类犯罪问题时，首先应把刑事案件的涉案财产与破产财产进行区分。对于应返还给刑事案件被害人的特定财产，不属于破产财产，应通过在刑事程序中退赔等方式返还给受害人；对于已无法区分或者无区分必要的财产，则应当纳入破产财产在破产程序中一并处理。鉴于非法集资与民间借贷，均是以借款合同为基础而形成的法律关系，只是前者因人数、情节、影响达到了需要刑事法律调整的范围而受到刑法的否定性评价，为公平保护刑事被害人的权利，应允许刑事被害人在破产程序中以申报债权的方式行使权利。在债权数额认定上，相较于因与债务人正常交易而产生债权的债权人，刑事案件被害人作为非法金融活动的参与者，其往往本身也具有一定的过错，其享有的权利依法不能优于合法的普通民事债权人，对其债权通常按民间借贷规则进行调整。

⁸² 《民法典》第四百零六条：抵押期间，抵押人可以转让抵押财产。当事人另有约定的，按照其约定。抵押财产转让的，抵押权不受影响。

但是实务中，部分地区行政机关在办理商品房预售登记时需要注销相应部位的抵押权。例如《深圳市房地产市场监管办法》第十二条规定，商品房预售需要“预售商品房项目及其土地使用权未设定他项权利且未被司法机关或者行政机关查封、扣押”。《长沙市城市房地产交易管理办法》第二十五条规定，房地产开发企业以在建工程设定抵押权的，在抵押存续期间，未经抵押权人同意不得进行预售。经抵押权人同意预售的房屋，应当注销相应部位的抵押权。

因此，投资人需要特别关注开发续建项目所涉及的土地、在建工程抵押权人是否同意办理注销抵押登记，以及破产程序中管理人、法院是否能够确保顺利解除抵押办理预售登记。破产程序中保障顺利解抵押的措施按顺序一般为以下三种：1. 在重整计划中明确约定重整计划裁定批准后，抵押权人需配合办理解除抵押登记⁸³。2. 如抵押权人不予配合，则由法院向不动产登记机关出具《协助执行通知书》，协助执行重整计划；3. 由法院直接做出裁定书，注销或解除不动产登记，例如安徽省宁国市人民法院做出（2019）皖1881 破 10 号《民事裁定书》，直接裁定解除不动产抵押登记。

但是能否由司法强制力保障抵押权的顺利解除需要在个案中结合与管理人、法院的沟通情况判断，对于难以通过上述方式顺利注销的抵押权登记，只能通过债权清偿以涤除其抵押权。例如在上海悦合置业有限公司重整案件中，为顺利解除抵押权人长城资产对核心土地资产的抵押权登记，管理人引入专项投资用于先行清偿抵押债权，并将该笔投资作为优先债权在抵押财产价值范围内优先受偿。

（六）房屋销售是否存在限制性政策

投资人进行开发收益测算需要详细核实项目所在地的房地产销售政策。主要包括：

1. **房屋预售对开发进度的要求。**例如《长沙市城市房地产交易管理办法》第十八条规定房屋预售需要整体土建完成 50%以上或高层建筑达到 10 层，“取得《商品房预售许可证》应当符合以下条件：（一）取得土地使用权证书；（二）取得商品房建设工程

⁸³ 示例表述：“因执行重整计划需要债权人配合解除财产抵押、质押及财产保全措施的，债权人应自收到债务人或管理人通知之日起 15 日内解除相关财产的抵押、质押及保全措施。相关债权人未能及时办理有关解除手续的，管理人暂不向其进行分配清偿资金。上述相关债权人不予配合办理有关解除手续的，管理人有权提请人民法院向相关部门出具解除抵押、质押或保全措施的裁定。”

规划许可证；（三）取得商品房建筑施工许可证；（四）房屋土建工程完成 50%以上或多层建筑封顶、高层建筑达到十层，并已确定施工进度和竣工交付日期（含环境和配套设施建设）；（五）已确定商品房预售方案；（六）已在本市银行开立商品房预售款监管帐户，与银行签订了预售款监管协议；（七）物业管理方案。”

2. **当地是否对房屋销售存在限售、限价、限购政策。**以长沙地区为例：根据长沙市发展和改革委员会、长沙市住房和城乡建设委员会、长沙市国土资源局、国家统计局长沙调查队《关于进一步完善我市新建商品住房销售明码标价监制有关事项的通知》（长发改价调〔2018〕241号），商品住房销售价格监制中，根据调控形势、调控政策要求，综合房价指数等因素监制该批次楼盘毛坯均价。另据《长沙市发展和改革委员会关于明确我市成本法监制商品住房价格构成有关事项的通知》（长发改价调〔2019〕296号），商品住房价格由成本加利润加税金构成。利润的提取以楼面地价、前期工程费、房屋建筑安装工程费、小区内公共基础设施及附属公共配套设施费之和为基数，平均利润率为 6-8%。此外，行政机关通过长沙市人民政府办公厅《关于进一步加强房地产市场调控工作的通知》（长政办函〔2018〕75号）、《长沙市住房和城乡建设委员会关于执行长政办函[2018]75号文件细则》（长住建发〔2018〕59号）等相关规定规定了限购限售事项。

（七）货值测算内房屋是否存在购房户

“可售房屋”是投资人测算房地产项目开发收益的最核心因素，在判断可售房屋范围时，投资人需特别注意将以下几类房屋从可售房屋中剔除：

1. **不属于债务人财产的房屋。**破产申请受理时，相关房屋已经办理产权登记手续、拍卖成交裁定或者依法定程序以房抵债裁定已经送达买受人或者债权人的，由于物权所有权已经发生变动，相关房屋不属于债务人财产，权利人有权取回。

2. **购房人已经支付全部购房款的房屋。**破产申请受理时，购房人已支付全部购房款或者已经占有房屋，但未办理登记手续的，由于未发生物权变动效果，相关房屋仍属于债务人财产。但是对于此类房屋，由于购房人已经履行完毕合同义务，不属于《破产法》第 18 条规定的双方均未履行完毕的合同，管理人不得行使合同解除权，应当为购房人办理过户手续。

3. 已经办理预告登记的房屋。破产申请受理前，债务人和对方当事人已签订合法有效的书面购房合同并办理预告登记的，虽然预告登记保障的并非现实的不动产权，本身不产生物权变动的效果，但购房人对于经预告登记的房屋享有物权期待权，管理人不得以购房人未支付全部价款为由，根据《破产法》第 18 条解除合同。需要注意的是，在破产临界期内对既有购房人物权请求权追加预告登记的，准用管理人对既有债务追加物保的撤销权⁸⁴，例如（2020）最高法民申 1406 号“赵清堂、威海广信房地产开发有限责任公司等破产债权确认纠纷案件”。

对于未办理预告登记但办理了网签或者备案的购房合同，主流观点认为网签属于行政管理的范畴，不具有物权属性，管理人有权解除合同。例如山东省高级人民法院在（2021）鲁民申 2934 号“威海首威钢材有限公司、威海正土房地产开发有限公司破产债权确认纠纷民事申请再审审查案”中认为，“涉案 14 套《商品房预售合同》虽已网签备案，但尚未变更登记到首威公司名下，原判决依据物权法的相关规定，认定涉案 14 套房屋的所有权仍归属于正土公司，应为正土公司债务人的财产，进而驳回首威公司请求继续履行合同并交付房屋的诉讼请求具有事实和法律依据。”但在实务中，出于维稳、行政机关配合撤销备案登记难度较大等原因，部分案件中对于网签备案亦参照预告登记处理。

4. 消费型购房。破产申请受理前，债务人和对方当事人已签订合法有效的书面购房合同，虽然破产受理时双方主要合同义务均未履行完毕，但所购房屋系用于居住且不违反所购房屋所在设区市关于商品房限购政策的，管理人不得依据《破产法》第 18 条解除合同。

5. 不可撤销的合法抵债房屋。破产申请受理前，当事人在债务履行期限届满后达成以房抵债协议，抵债房屋尚未交付债权人，经审查不存在恶意损害第三人合法权益的情形，且其抵债价格、协议签订时间等不属于《破产法》第三十一条第二项、第三十二条规定的可撤销情形，应当认定以房抵债协议有效。由于债权人已通过抵销方式支付全部房款，故管理人不得根据《破产法》第 18 条解除协议。

⁸⁴ 陆晓燕：《保障生存利益与维护交易安全的平衡——房地产开发企业破产中买受人权利之顺位研究》，载《法律适用》2016 年第 3 期。

但是，对于破产申请受理前，当事人在债务履行期限届满前达成以房抵债协议，应根据《九民会议纪要》第45条规定，由债权人按照原债权债务关系申报债权；如果当事人已经完成财产权利变动的公示，将房屋登记至债权人名下或者已经转移占有，构成《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉有关担保制度的解释》第六十八条规定的让与担保情形的，应当认定为担保债权，并有权就该房屋享有优先受偿的权利。

需要注意的是，对于上述情况，虽然管理人不能依据《破产法》第18条解除与买受人签署的购房合同，但如果投资人后续开发方案对原项目进行整体变更，致使管理人无法交付房屋，原合同无法继续履行，则管理人可根据《民法典》第五百六十三条第一款第（四）项的规定以及《九民会议纪要》第四十八条规定行使合同解除权。

（八）房屋预售资金能否用于清偿债务

项目成功进入续建复建并达到预售条件开始销售回款时，投资人需要考虑预售资金回款顺利用于清偿共益债的可行性。在房地产共益债投资项目中，预售资金的使用面临行政监管体系和司法破产程序规范的冲突。

我国行政机关对房地产开发设置了预售资金监管制度。根据《城市房地产管理法》和《城市商品房预售管理办法》规定，商品房预售所得款项必须用于有关的工程建设，并将制定商品房预售款监管制度的权利下放到城市、县房地产管理部门。后续住建部通过《关于进一步加强房地产市场监管，完善商品住房预售制度有关问题的通知》（建房〔2010〕53号）、《关于规范商品房预售资金监管的意见》（建房〔2022〕16号）进一步要求商品房预售资金全部直接存入监管账户，由监管机构负责监管。实务中，各地行政机关均要求房地产开发企业在办理《商品房预售许可证》前与商业银行、住建部门三方签订《预售资金监管协议书》，并设置配套监管资金额度、提取资金的额度和时点。以长沙地区为例，根据《长沙市人民政府中国人民银行长沙中心支行关于加强商品房预售资金监管的通知》（长政函〔2016〕261号）等规定，重点监管资金为项目预售总额25%，非重点监管资金可优先用于偿还项目抵押贷款，也可支付与项目有关的其它费用。完成房屋所有权首次登记后，解除监管并全额使用剩余的重点监管资金。

当房地产企业进入破产程序后，预售资金属于债务人财产应由破产管理人在破产程序中统一处置，实务中管理人可依据《破产法》第二十五条规定向行政机关发函要求归

集预售资金、接管债务人财产，对此鲜有争议。但是，重整程序终止后，在续建复建过程中产生的预售资金是否能脱离行政监管，按照重整计划约定的方式使用并用于清偿共益债务缺乏直接的法律依据。实务中仅由管理人与政府监管部门进行沟通将预售资金纳入管理人账户一般存在难度，建议投资人提前与管理人、法院做好沟通，明确破产受案法院后续向有关政府机关发出司法建议函等方式协调处理。

本团队律师在办理办案过程中遇到类似问题，并通过府院联动机制，按照《重整计划》约定将续建复建期间预售资金统一归集至由投资人监管的账户名下，未由住建部门继续进行行政监管。我们认为，商品房预售资金监管系房地产行政主管部门对开发商运用商品房预售基金的监管措施，目的在于确保该项资金用于房地产项目建设，不得随意支取、使用。破产财产是自破产程序开始时起由债务人所有的财产及财产权利构成的财产性集合体，商品房预售资金监管措施不会改变民事权利的性质及所有权的归属，房地产企业在续建复建期间产生的预售资金仍属于破产财产。如果在重整计划执行阶段，管理人、法院或其他主体能够对预售资金进行严格监督、监管，确保不存在由房地产企业挪作他用之可能，则不再对预售资金进行行政监管不违反立法精神。

（九）债务人企业能否获得实现收益的充分融资

共益债投资人实现投资收益的前提是房地产项目能够顺利开发并获得销售回款，对于投资金额较小的共益债投资人而言，尤其需要特别关注债务人企业是否能够获得确保项目开发建成的充足融资，否则一旦在续建复建过程中资金链再次断裂，容易造成二次破产的后果。如果债务人主要资产均设定担保，加之续建复建过程中新生工程款债权将再次摊薄债务人可分配财产，届时共益债投资人前期投资能否收回将被打上问号。因此，我们建议“小共益债投资人”在进行投资时仍需充分尽调，完成关于项目开发成本和收益的独立测算，并在确定债务人企业能够取得足够资金的前提下再行放款。

（十）债务人财产变现所得能否作为续建资金

在部分破产案件中，由于募集共益债投资金额不足以覆盖全部续建费用，管理人在项目开发方案中拟使用前期房屋销售回款作为续建资金以缩减新生融资规模，投资人需要对此类方案的合法性和可行性谨慎判断。

对于无担保财产而言，在重整计划执行阶段所产生的房屋销售回款仍属于债务人财产，根据《破产法》第六十二条、第六十九条和《破产法司法解释三》第十五条的相关规定，债权人会议有权通过财产管理变价方案、重整计划等文件对债务人财产做出处分决定，将其用于项目续建复建。但是，对于存在土地、在建工程抵押的项目，在未取得抵押权人同意情况下将房屋销售回款用于续建复建事实上侵害了担保权人权利，这种做法合法性值得商榷。

司法实践中的主流观点认为，担保物权在重整程序中暂停行使是由于担保财产作为重整“必需”财产而要求担保权人做出的妥协，以担保财产尚未变现为前提。一旦担保财产已经变现，则管理人即应当将变现所得向担保权人进行清偿。例如，在重庆破产法庭法官撰写的《破产重整中担保物权的暂停行使》一文中，法官明确指出担保物权的暂停行使仅限于重整必需财产，已建成的抵押房屋销售款必需给抵押权人预留，不得挪用于房屋续建复建等其他用途，否则相当于把抵押权人的优先受偿权转移到了待建房屋货值，构成了对抵押权人权利的实质性侵害⁸⁵。在（2017）渝0111破1号之三号“重庆嘉丰汽车零部件股份有限公司管理人申请破产重整破产民事裁定书”中，法院认为“担保债权未受到实质性损害”的标准是：“嘉丰公司重整计划草案对设定担保的闲置资产进行处分时，优先清偿该闲置资产上所设定的特定担保债权，在未取得担保债权人同意的情况下不挪作企业经营资金。”

也有相反观点认为房屋销售回款作为“现金资产”仍属于债务人财产，将销售回款用于续建复建亦属于“重整必需”范围，进而要求担保权人继续暂停行使担保物权具有合理性。我们认为，担保物权作为绝对优先权利应当在破产程序中得到承认和保护，对担保物权的暂停行使需要严格恪守法律规定的范围、期限和条件。将债务人变现所得继续作为“现金资产”用于继续经营会架空担保权人优先受偿的权利，此类重整计划应以担保权人自愿为前提，法院不宜强行裁定批准。

⁸⁵ “破产重整中担保物权的暂停行使”，《破产法律报告》，人民法院出版社，2021年。

二、项目偿债能力测算主要风险点

（一）项目优先债权

投资人在测算开发成本时，需将破产程序中有权优先于共益债受偿的债权进行有效甄别、精细测算，如需安排共益债先于此类债权由项目回款清偿，则需与优先债权人事先协商谈判，债权人同意后该种安排方合法有效。

1. 拆迁户债权和安置补偿款

根据《最高人民法院关于审理涉及国有土地使用权合同纠纷案件适用法律问题的解释》（2020 修正）第十条规定，“土地使用权人与受让方订立合同转让划拨土地使用权，起诉前经有批准权的人民政府同意转让，并由受让方办理土地使用权出让手续的，土地使用权人与受让方订立的合同可以按照补偿性质的合同处理”。根据原《最高人民法院关于审理商品房买卖合同纠纷案件适用法律若干问题的解释》（以经法释〔2020〕17号修改的司法解释删除）第7条规定：“拆迁人与被拆迁人按照所有权调换形式订立拆迁补偿安置协议，明确约定拆迁人以位置、用途特定的房屋对被拆迁人予以补偿安置，如果拆迁人将该补偿房屋另行出卖给第三人，被拆迁人请求优先取得补偿安置房屋的，应予支持。”虽然上述规定已经删除，但拆迁安置户为社会公共利益让渡了其自身生存性权益，实务中拆迁安置户优先取得补偿房屋的权益仍然受到保障，在破产程序中一般优先于其他房屋买卖合同中的买受人。因此，被确认为拆迁款的优先债权有权优先于投资人共益债受偿。

部分案件存在被拆迁人的房屋被拆迁而又不能取得安置房的情形，房地产公司通常与被拆迁人签署《拆迁补偿协议》向被拆迁人约定“过渡费”、“拆迁安置折价款”等补偿性费用，对于此类债权实务中一般亦参照拆迁款作为优先债权受偿。例如，在（2016）渝0118民初8224号“黄长芸刘世勇与重庆永祥房地产开发有限公司普通破产债权确认纠纷案”中，法院认为，“被拆迁房屋是被拆迁人赖以生存和生产的基本物质条件。在所有权调换方式的房屋安置中，房屋的拆迁与安置房的建成存在时间差，如在拆迁人进入破产程序后不能给予被拆迁人优先保护，将会导致被拆迁人的基本生存权无法得到保障……安置房屋交付前的过渡费可以基于生存利益的保障原则参照安置房屋折价款同

样具有优先受偿权。”

另一种特殊情况是第三方因垫付拆迁安置补偿款而产生的债权。针对这种情况，目前并无将由第三方代替破产企业在破产案件受理前先行垫付被拆迁人的补偿款产生的债权认定为优先债权的法律依据。但在实务中，存在部分案件参照《最高人民法院关于正确审理企业破产案件为维护市场经济秩序提供司法保障若干问题的意见》第5条以及《全国法院破产审判工作会议纪要》第27条针对职工债权的垫款享有优先权的规定，将相关垫付拆迁款认定为优先债权。

2. 消费型购房户债权

在破产程序中，基于保护处于弱势地位的房屋买受人的精神，消费型购房户债权优先于建设工程价款债权、抵押权和投资人共益债受偿。最高院2002年颁布的《最高人民法院关于建设工程价款优先受偿权问题的批复》第2条规定“消费者交付购买商品房的的全部或者大部分款项后，承包人就该商品房享有的工程价款优先受偿权不得对抗买受人”，确定了消费型购房户权利的优先顺位。虽然该规定已于2021年1月1日被《最高人民法院关于废止部分司法解释及相关规范性文件的决定》废止，实务中仍可依据《最高人民法院关于人民法院办理执行异议和复议案件若干问题的规定》第29条规定确认消费者购房户债权的优先顺位。

消费型购房户的优先保护体现在房屋建成情况下的“房屋交付请求权”和在房屋未建成等情况下的“购房款返还请求权”。最高人民法院在《针对山东省高级人民法院就处置济南彩石山庄房屋买卖合同纠纷案请示的答复》（[2014]执他字第23、24号，下称“彩石案答复”）中明确表示，“房屋买受人的权利优先于建筑工程承包人的优先受偿权与抵押权人的抵押权，体现了优先保护处于相对弱势地位的房屋买受人的精神……基于《批复》保护处于弱势地位的房屋买受人的精神，对于《批复》第二条“承包人的工程价款优先受偿权不得对抗买受人”的规定，应当理解为既不得对抗买受人在房屋建成情况下的房屋交付请求权，也不得对抗买受人在房屋未建成等情况下的购房款返还请求权。”

我国法律制度对“消费型购房户”规定的严格的认定标准，这一标准在破产实务中常予以放宽。《最高人民法院关于人民法院办理执行异议和复议案件若干问题的规定》

第 29 条和《九民会议纪要》（法〔2019〕254 号）第 125 条规定了“消费型购房户”的界定条件，包括：（1）购房人与开发商签订合法有效买卖合同；（2）所购商品房系用于居住且名下无其他用于居住的房屋，系指在案涉房屋同一设区的市或者县级市范围内商品房消费者名下没有用于居住的房屋。商品房消费者名下虽然已有 1 套房屋，但购买的房屋在面积上仍然属于满足基本居住需要；（3）已支付房款超过合同总价款的 50%，针对“已支付的价款超过合同约定总价款的百分之五十”的理解，如果商品房消费者支付的价款接近于百分之五十，且已按照合同约定将剩余价款支付给申请执行人或者按照人民法院的要求交付执行的，可以理解为符合该规定的精神。

3. 一般购房户债权

对于消费型购房户之外的购房户，包括但不限于仅支付少部分房款的消费型购房人、投资型房屋买受人在购房合同被解除后，根据《九民会议纪要》第 126 条规定不得优先于抵押权人，其要求返还的购房款而产生的债权清偿顺位实务中存在不同观点：

第一种观点认为一般房屋买受人要求返还购房款产生的债权并没有优先性，应仅作为普通债权进行清偿⁸⁶。例如（2021）沪 03 民初 569 号民事判决书中，上海市第三中级人民法院认为，“‘优先权’的确认和行使，必须有法律的明文规定予以公示。本案中，原告享有的是系争房屋上的预告登记权利，该权利属于请求继续履行《预告合同》、取得不动产登记的非金钱债权，并非法律明确规定的优先权。虽然权利存续和最终行使的后果具有排他的效力，或者达到类似于优先受偿的效果，也仅为合同继续履行和预告登记本身的效力，并非享有‘优先权’所致。综上，原告不享有法律意义上的‘优先权’。对于原告请求确认对系争房屋享有优先权，本院不予支持。”

第二种观点认为虽然不同于消费型购房人，满足《最高人民法院关于人民法院办理执行异议和复议案件若干问题的规定》第二十八条⁸⁷规定的一般购房人在购房合同解除

⁸⁶ 王晓飞、周媛：“房地产企业破产程序中购房人的权利保护”，载于“华商律师”微信公众号，2021 年 12 月 22 日。

⁸⁷ 《最高人民法院关于人民法院办理执行异议和复议案件若干问题的规定（2020 修正）》第二十八条：金钱债权执行中，买受人对登记在被执行人名下的不动产提出异议，符合下列情形且其权利能够排除执行的，人民法院应予支持：（一）在人民法院查封之前已签订合法有效的书面买卖合同；（二）在人民法院查封之前已合法占有该不动产；（三）已支付全部价款，或者已按照合同约定支付部分价款且将剩余价款按照人民法院的要求交付执行；（四）非因买受人自身原因未办理过户登记。

后所产生的债权可优先于普通债权受偿。例如《上海悦合置业有限公司重整计划》将一般购房人按照是否办理网签备案分类对其购房款返还债权分别制定了优先于普通债权的清偿方案。

第三种观点认为对于已经实际占有房屋的一般购房人，对房屋的占有状态具有一定公示力，应根据“抵押权设立时间”和“购房人占有房屋的时间”二者先后顺序确定抵押权和购房人债权的清偿顺位⁸⁸。例如最高人民法院在（2017）最高法民申 2270 号案中认为，对于成立在商品房买卖合同签订与实际占有之后的已登记抵押权，虽然享有一定的优先权，但当与商品房投资者的利益冲突时，如果符合《执行异议复议规定》第二十八条规定情形，应优先保护商品房投资者的利益。

第四种观点则认为，对于存在真实交易而非以房抵债的购房人，管理人决定解除购房合同的，购房人因此产生的购房款返还请求权按照共益债务清偿，购房人因此产生的损害赔偿请求权按照普通债权清偿⁸⁹。最高人民法院在（2016）最高法民他 93 号答复函《答复湖南省高级人民法院〈关于破产企业签订的未履行完毕的租赁合同纠纷法律适用问题的请示〉的答复意见》和相关会议纪要⁹⁰中明确出租人破产后管理人解除租赁合同的，承租人预付的租金基于不当得利应作为共益债务。此类观点主张在房屋买卖合同解除时买受人支付的购房款参照上述预付租金作为共益债务。

我们赞同第二种观点，购房人因合同解除而产生的债权性质别无二致均为债权请求权，最高院在彩石案答复中解释了消费型购房户债权得以优先受偿的原因，这种可以对抗担保物权的优先权利无法在民法体系找到对应的制度，系属法律对弱势地位房屋买受人的特殊保护。对于不属于消费型购房户的一般购房人，如果满足《执行异议与复议规定》第二十八条的排除执行条件，按照现行该条规定的立法精神，虽不能优先于担保物权，但较之普通债权仍应具有优先性。

⁸⁸ 蔡斌、张阳：“论房地产企业破产案件商品房买受人债权优先性问题”，载于“泰和泰律师”微信公众号，2021年4月20日。

⁸⁹ 最高人民法院民二庭：《关于审理房地产企业破产案件若干问题的指导意见》（征求意见稿），2022年6月16日

⁹⁰ 《最高人民法院第二巡回法庭法官会议纪要》（第二辑）（第15-16页）：“从出租人角度看，其收回房屋后再占有承租人预付的租金则无法律上的根据，构成不当得利，因而承租人有权基于不当得利之债而要求出租人返还。由于出租人的该项不当得利债务发生于人民法在受理破产申请之后，根据《企业破产法》第42条的规定，该债务的性质应属于共益债务，承租人有权要求从作为出租人的破产债务人财产中随时优先清偿。”

但如不加区分概以共益债务处理，虽能于个案中解决所谓“涉众、维稳”问题，但将合同解除后返还请求权一律基于不当得利作为共益债务显然违背了破产制度赋予管理人合同挑拣履行权的初衷，也并不符合共益债务的“有利于全体债权人”的特质。对于追求“债务人财产价值最大化”的破产程序来说，这种做法无异于饮鸩止渴，无疑会造成极大债务负担，阻碍资产后续的有效盘活。在（2022）粤06民终1147号“林振忠、佛山市顺德区摩登渥房产有限公司普通破产债权确认纠纷案”中，法院采纳了这种观点将合同解除后的购房人返还请求权确认为普通债权，“关于林振忠主张参考最高人民法院（2016）最高法民他93号答复函答复湖南省高级人民法院《关于破产企业签订的未履行完毕的租赁合同纠纷法律适用问题的请示》，该答复并非司法解释，且所针对的是租赁合同，租赁合同作为继续性合同与本案作为一次性合同的购房合同性质上存在差异，故该答复函的意见并不能直接适用于本案情形。”

4. 建设工程价款优先权

在破产程序中，享有优先受偿权的建设工程价款债权就在建工程价值优先于投资人的共益债权受偿。《民法典》第807条规定，“发包人未按照约定支付价款的，承包人可以催告发包人在合理期限内支付价款。发包人逾期不支付的，除根据建设工程的性质不宜折价、拍卖外，承包人可以与发包人协议将该工程折价，也可以请求人民法院将该工程依法拍卖。建设工程的价款就该工程折价或者拍卖的价款优先受偿。”根据《最高人民法院关于审理建设工程施工合同纠纷案件适用法律问题的解释（一）》（法释〔2020〕25号）第36条，“承包人根据民法典第八百零七条规定享有的建设工程价款优先受偿权优于抵押权和其他债权。”因此，我国实体法律明文确定了建设工程价款债权享有优先受偿权，用于保障建筑工人生存权等基本人权，体现了国家对弱势群体的关怀，是人本主义在立法和司法层面的彰显。破产程序作为债务集中清偿法律制度，亦尊重实体法关于优先性权利的规定。

5. 担保物权

根据我国现行法律规定，投资人提供的共益债借款不能优先于此前已就债务人特定财产享有担保的债权清偿。虽然担保财产属于破产财产，但是其在破产程序中具有特殊性，属于具有别除权性质的特殊债务人财产。在破产法理论上通常认为，别除权是指债

权人因其债权设有物权担保或享有特别优先权，而在破产程序中就债务人特定财产享有的优先受偿权利。我国破产法亦承认并保护担保权人就担保财产价值享有别除权，通过《破产法》第 109 条规定，对破产人的特定财产享有担保权的权利人，对该特定财产享有优先受偿的权利。可以说我国现行破产法保留了担保财产价值意义上的别除权，债权人对担保财产价值的受偿权优先于其他债权人个别优先受偿，无需受到破产程序公平清偿的限制。

（二）特殊“优先债权”

除前述法律规定的优先债权外，房企破产项目中投资人需从实务角度出发，将并无法定优先清偿顺位，但实务中往往需要全额清偿的债权进行梳理、测算，主要包括债务人企业在破产受理前欠付的土地出让金、城市建设配套费及相关滞纳金等债权，本报告称为“特殊‘优先债权’”。

债务人企业欠缴的土地出让金在管理人继续履行合同的情况下属于共益债务，如果国土资源部门已将土地出让合同项下义务履行完毕，则管理人无权继续履行合同，因而土地出让金不享有优先性。例如在(2021)川 05 民终 19 号破产债权确认纠纷案中，法院认为，“本案中，古蔺县自然资源局诉请确认债权所依据的合同中，古蔺县自然资源局所负义务已履行完毕，其出让的土地已经全部交付予古鼎房地产公司……古蔺县自然资源局诉请确认的债权不属于上述规定中未履行完毕合同所产生债务的情形，不应当认定为共益债务。”

城市建设配套费在破产程序中应认定为普通债权。根据《中华人民共和国立法法》第八条规定“下列事项只能制定法律：……（六）税种的设立、税率的确定和税收征收管理等税收基本制度”；《中华人民共和国预算法》第九条“政府性基金预算是对依照法律、行政法规的规定在一定期限内向特定对象征收、收取或者以其他方式筹集的资金，专项用于特定公共事业发展的收支预算”的规定，结合《财政部关于城市基础设施配套费性质的批复》（财综函[2002]3 号）第二条“城市基础设施配套费是城市人民政府有关部门强制征收用于城市基础设施建设的专项资金……城市基础设施配套费在性质上不属于行政事业性收费，而属于政府性基金”的内容，城市建设配套费属于城市人民政府强制征收的政府性基金，不属于法律规定的税种，在破产程序中应作为普通

债权处理。例如重庆市第五中级人民法院在（2021）渝 05 民初 3959 号破产债权确认纠纷案中认为，城市建设配套费等具有强制征收性质的政府性基金类债权，其数额应以行政机关职能部门核定数额为确认依据，其性质属于普通债权。在此基础上征收的滞纳金属于行政惩罚性措施，属于劣后债权。

但在实务中，上述费用如按照普通债权在破产程序中未能足额受偿，可能导致项目后续无法顺利续建复建。例如，在我们办理的重庆某房地产企业破产项目中，因后续开发方案涉及调规安排，而根据 2014 年“重庆市国土房管局关于印发《重庆市国有建设用地使用权供应地价评估和价款测算细则（试行）》的通知”和 2016 年“重庆市国土房管局关于印发《重庆市国有建设用地使用权宗地地价确定规则》的通知”，欠缴土地出让金的后果为土地扩容部分无法办理产权登记。因此投资人如想顺利开发并实现土地增值收益，则需在重整计划约定的偿债方案之外额外支出成本缴纳该笔土地出让金。

（三）破产费用

从学理而言，破产费用和共益债务均属于“破产财团费用”应优先受偿，在我国破产法律制度下，破产费用优先于共益债务受偿。根据《破产法》第四十一条规定，破产费用主要包括人民法院受理破产申请后发生的以下费用：（一）破产案件的诉讼费用；（二）管理、变价和分配债务人财产的费用；（三）管理人执行职务的费用、报酬和聘用工作人员的费用。

（四）其他共益债务

1. 继续履行的合同债权

根据《破产法》第四十二条规定：“人民法院受理破产申请后发生的下列债务，为共益债务：（一）因管理人或者债务人请求对方当事人履行双方均未履行完毕的合同所产生的债务。”

重整程序中因继续履行合同产生的债权在破产程序中包括两类，一类是发生于重整期间的债权，此类债权一般在重整计划中已经由管理人梳理列示，债权金额可以确定；另一类是发生于重整计划执行阶段的债权，在房企破产项目中主要为管理人确认继续履行的施工合同、设计合同、监理合同、采购合同等与续建复建和债务人经营相关的合同，

此类债权在重整计划表决时尚未发生，因而金额无法确定。

根据《企业破产法》第 18 条、第 42 条规定，继续履行合同中尚未发生、确认的部分经履行后亦应认定为共益债务，并属于续建复建的项目开发费用由债务人财产随时清偿。因此，投资人在尽调阶段需要向管理人获取《继续履行合同统计表》，对合同性质、金额、支付条件、违约责任等要素进行审核。

2. 建安成本和人员费用

重整计划执行期间所发生的债务原则上不属于共益债务⁹¹，但是重整计划另有约定的除外。在房企破产重整程序中，一方面执行期间发生的建安费用和人员成本符合共益债务“为全体债权人利益而负担”的特质，另一方面如果此类费用不予及时支付，客观上也无法完成项目的后续开发工作。因此，房企破产程序的重整计划一般都会将重整计划执行期间发生的债务人的日常运营费用（职工工资、社保、水电费、物业费等）、开发建设费用（工程款与代建管理费用等）纳入共益债务范畴。

3. 其他新生融资债权

如前所述，重整计划执行阶段新生融资非经重整计划事先约定亦不属于共益债务。部分案件中存在重整计划执行期间继续融资的设置，并通过重整计划事先批准未来融资属于共益债务。例如，在株洲华晨房地产集团破产重整案件中，管理人事先发布了《共益债融资招募公告》并在重整计划中约定，重整计划执行阶段债务人可以视重整计划执行情况和债务人经营需求继续招募投资人，引入投资确定为共益债权。

即便新生融资债权没有共益债权优先顺位，如果对新生融资没有相关限制，由于债务人在重整计划执行阶段已经重新获得对债务人财产的管理、处分权，则新生融资可能在执行期间得到提前清偿进而侵蚀共益债务的偿债资源。

⁹¹ 台州市中级人民法院：平湖市港丰食品有限公司、浙江多乐佳实业有限公司普通破产债权确认纠纷二审民事判决书，（2020）浙 10 民终 1604 号。

第四章 交易架构设计

一、融资主体的选择

在企业正常经营状态下，债权融资的主体即“债务人企业”。但是在破产程序中，债务人企业由破产管理人接管并由担任破产管理人的主体作为代表从事民事法律行为，因此实务中投资人签署共益债融资协议等交易文件时融资主体的选择即出现争议。此外，在实质合并破产程序中，作为“债务人企业”的主体存在多个法人，如何确定融资主体是投资人在设计交易架构时需要解决的第一个问题。对此，实务中存在不同的操作模式：

第一种方式是仅将实质合并破产程序中的个别主体（项目公司）作为融资主体。此类融资模式下，投资人仅向特定项目提供融资并以特定项目对应的回款实现清偿。原因在于，实质合并破产的关键是对各关联企业的资产与负债合并处理，是为了消除关联企业间资产负债不当混同后果的法人人格模拟合并，并不是公司法、企业法上的组织合并即公司合并，当重整程序结束，各企业债权债务得到清理后仍应恢复各关联企业独立的法人人格⁹²。投资人通过向特定项目提供融资实现该项目财产增值并未影响其他债权人利益，并不违反实质合并破产的立法精神。

第二种是将纳入实质合并破产程序中的全体“债务人企业”作为融资主体。这也是破产共益债融资的主流模式，在此不予赘述。

第三种是除前述全体债务人企业之外，另将担任破产管理人的机构也一并作为融资主体。这种情况是指破产管理人将自己作为共益债的偿付主体加入借款协议，常见于债务人企业无力支付破产费用的情况，是管理人为维持破产事务相关工作的无奈之举。需要注意的是，管理人仅在借款协议中作为协议一方签字盖章是对债务人对外借款行为的认可，并不因此负担债务清偿责任，需要在协议中明确体现管理人愿意承担还款义务的意思表示。例如，在(2021)川07民终1274号四川聚人投资有限公司破产案件中，管理人四川众益清算事务所在协议中表示，“众益公司对以上付款责任承担连带责

⁹² 该观点与《全国破产审判工作会议纪要》第37条存在冲突：“实质合并审理后的企业成员存续。适用实质合并规则进行破产清算的，破产程序终结后各关联企业成员均应予以注销。适用实质合并规则进行和解或重整的，各关联企业原则上应当合并为一个企业。根据和解协议或重整计划，确有需要保持个别企业独立的，应当依照企业分立的有关规则单独处理。”

任担保，担保期限自债务履行期限届满后三年”，遂被法院判决承担连带清偿责任。

我们赞同第二种做法。通说认为，关联企业的实质合并破产，是指将两个及两个以上关联企业视为一个单一企业，合并全部资产与负债，在统一财产分配与债务清偿的基础上进行破产程序，各企业的法人人格在破产程序中不再独立。联合国贸易法委员会制定的“破产法立法指南第三部分”《破产企业集团对待办法》在其“术语表”中简略的指出，“实质性合并”是“将企业集团两个或两个以上成员的资产和负债作为单一破产财产的组成部分对待。”也就是说，“不考虑企业集团每个成员的独立身份而将其资产和负债合并，视同由单一实体持有的资产和承担的负债”，统一进行破产程序。⁹³

因此，在破产程序中的融资行为亦应将纳入实质合并破产的全部法人视为同一主体，不得区分对待。在第一种操作模式下，当共益债务不能通过项目增值部分获得全部清偿时，剩余部分只能作为普通债权清偿，如此结果将会导致收益率低的单体项目难以获得融资，背离了实质合并破产整体盘活资产的初衷。而第三种模式将管理人自身的信用作为融资基础吸引资金，不仅过分加重了管理人的责任负担，而且不符合破产程序释放市场要素、优化资源配置的制度理念，应当在极特殊的情况下例外使用。

二、投资收益机制

共益债投资的收益机制较为常规，一般以固定收益为主，部分案件中在固定收益之外还会加入浮动超额收益。

对于固定收益部分，实务中绝大部分案件的收益标准均不超过民间借贷的利息标准上限 4 倍 LPR⁹⁴，由投资人自由竞标，价低者得。根据本次调研报告统计，将近 50% 的案件均将“不超过 4 倍 LPR”作为共益债融资固定收益的利息标准。（详见本报告第一部分“房企破产共益债融资案件的基础数据统计”之“房企共益债融资的投资回报率”，第 22 页）也有部分案例采用 24% 作为固定收益上限，此系投资人为金融机构的情况下，

⁹³ 王欣新：《全国法院破产审判工作会议纪要》要点解读，载于《法治研究》，2019 年第 5 期。

⁹⁴ 《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定（2020 第二次修正）》第二十五条：出借人请求借款人按照合同约定利率支付利息的，人民法院应予支持，但是双方约定的利率超过合同成立时一年期贷款市场报价利率四倍的除外。前款所称“一年期贷款市场报价利率”，是指中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心自 2019 年 8 月 20 日起每月发布的一年期贷款市场报价利率。

根据《最高人民法院关于进一步加强金融审判工作的若干意见》（法发〔2017〕22号）⁹⁵和《最高人民法院关于新民间借贷司法解释适用范围问题的批复》（法释〔2020〕27号）⁹⁶认为金融借款不适用标准民间借贷保护利率规定仍以24%作为利率保护上限。除此之外，另有个别案例中共益债固定收益设置超过了24%，例如在《成都凯世捷投资有限公司破产重整案招募投资人公告》中，管理人一方面明确投资人投入资金性质为共益债务，另一方面约定“按照重整经营投资总额的18-26%/年计算投资回报率”。

对出超出我国法定利率保护上限部分的利息约定是否有效的问题，我国司法实务中目前尚无相关判例，本文姑且从理论层面尝试探析。以非金融机构提供的共益债融资借款为例，虽然共益债借款行为发生在破产程序中，但究其法律关系仍属于民间借贷，从规范体系角度而言应受《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》（下称“民间借贷司法解释”）调整，超出法定部分利息约定应属无效。但是根据《破产法》第八十六条规定，法院有义务对重整计划的合法性进行审查，如果融资利息在重整计划中进行约定又经法院裁定批准，则法院批准重整计划的裁定应视为对其合法性的认可，如因此后复诉至法院，将引发生效法律文书之间的效力之争，不利于司法公信力的保护。回溯我国设置民间借贷利率上限的立法基础，原因主要有三：一是资源优化配置需要，避免资金因借款方处于弱势地位而过于投机浪费；二是避免“高利贷”引发的社会危机；三是缓解利率自由化所导致的金融危机⁹⁷。反观破产程序中的共益债融资，利率的确定是全体债权人和债务人意思自治的决策结果，并经法院、破产管理人的审查监督，是在一个理性、完善、稳定的融资环境中发生的经济行为，与传统民间借贷活动中债务人饮鸩止渴、权利义务明显失衡的融资惯式有本质不同。如果融资方案能够充分证明在支付完毕相应利息后，共益债融资的引入仍能够增加债务人财产价值，提高债权人清偿率，却仅因利率超过法定标准而导致资金无法注入，似更加偏离资源优化配置的立法初衷。因此，本报告认为基于“民法重公平，商法重自由”的原则，破产法作为商

⁹⁵ 《最高人民法院关于进一步加强金融审判工作的若干意见》：金融借款合同的借款人以贷款人同时主张的利息、复利、罚息、违约金和其他费用过高，显著背离实际损失为由，请求对总计超过年利率24%的部分予以调减的，应予支持。

⁹⁶ 《最高人民法院关于新民间借贷司法解释适用范围问题的批复》：经征求金融监管部门意见，由地方金融监管部门监管的小额贷款公司、融资担保公司、区域性股权市场、典当行、融资租赁公司、商业保理公司、地方资产管理公司等七类地方金融组织，属于经金融监管部门批准设立的金融机构，其因从事相关金融业务引发的纠纷，不适用新民间借贷司法解释。

⁹⁷ 最高人民法院民事审判第一庭：《最高人民法院民间借贷司法解释理解与适用》，中国法制出版社，2015年8月出版，第451—452页

法体系下的分支应该更加侧重对投资人交易预期的保护，在破产共益债融资活动中应当放宽利率限制，尤其在法院已经裁定批准重整计划的前提下，投资人关于超额利率的约定应当有效。

当然，此类争议罕见的原因在于大多投资人在设置超额投资收益时选择绕过利率保护上限，转而通过其他方式保证利润的获得，常见的形式即通过对销售所得收取一定比例的“佣金”或在“整体托管”模式下收取“托管费用”。例如，在（2017）渝 0113 破 2 号重庆威特嘉实业有限公司重整案中，管理人发布《融资托管人招募公告》将共益债融资借款与项目整体托管相结合，由投资人以共益债形式投入续建资金并收取利息（年利率为 20%以内），同时共益债投资人作为托管人负责后续项目开发建设，在还本付息之外还可“以实际销售额为基数”收取一定比例的托管费用（限于 8%以内）。与传统“托管模式”下投资人向债务人企业支付保底销售额并在此基础上自负盈亏的方式相比，这种融资模式兼具“债权融资”的投资安全性优势和“整体托管/代建”的超额收益优势，在房企破产融资实务中逐渐成为一种备受青睐的投资模式。

在破产程序中，共益债借款的本金、利息作为共益债务优先清偿实务中并无争议，但是投资人是否可以在借款协议中约定违约金、罚息并作为共益债务主张并无法律规定。根据《中国人民银行关于人民币贷款利率有关问题的通知》（银发[2003]251 号）⁹⁸、《民间借贷司法解释》⁹⁹等规定，除利息之外，投资人可以在合同中另外同时约定违约金、罚息或逾期利息。根据《全国法院破产审判工作会议纪要》第 28 条关于惩罚性债权劣后的原则¹⁰⁰，我们认为在投资人约定的补偿性违约金可以按照共益债务优先受偿，但惩罚性违约金和罚息需要劣后于普通债权受偿。

⁹⁸ 《中国人民银行关于人民币贷款利率有关问题的通知》第 3 条：关于罚息利率问题。逾期贷款（借款人未按合同约定日期还款的借款）罚息利率由现行按日万分之二点一计收利息，改为在借款合同载明的贷款利率水平上加收 30%—50%；借款人未按合同约定用途使用借款的罚息利率，由现行按日万分之五计收利息，改为在借款合同载明的贷款利率水平上加收 50%—100%。

⁹⁹ 《民间借贷司法解释》第二十四条：出借人与借款人既约定了逾期利率，又约定了违约金或者其他费用，出借人可以选择主张逾期利息、违约金或者其他费用，也可以一并主张，但是总计超过合同成立时一年期贷款市场报价利率四倍的部分，人民法院不予支持。

¹⁰⁰ 《全国法院破产审判工作会议纪要》第 28 条：对于法律没有明确规定清偿顺序的债权，人民法院可以按照人身损害赔偿债权优先于财产性债权、私法债权优先于公法债权、补偿性债权优先于惩罚性债权的原则合理确定清偿顺序。

三、偿债保障措施

（一）无担保财产设立抵押

《破产法》第七十五条第二款和《破产法解释三》第二条第二款均规定管理人或者自行管理的债务人可以为共益债借款设定抵押担保。虽然进入破产程序的债务人企业通常已经没有无负担资产可用于设立抵押，但在部分案件中债务人财产仍有剩余价值可用于提供担保，例如此前因存在查封而未及抵押的财产、破产程序中获取的新生财产等。在株洲华晨房地产集团有限公司破产重整项目中，审理法院在破产程序中做出裁定，将债务人企业实际控制人持有大量上市公司股票纳入债务人财产，该笔股票资产极大增加了债务人财产价值，并在后续融资过程中作为核心偿债保障资产为共益债投资人提供质押担保，成为共益债融资成功的关键因素。

关于债务人为共益债借款新设担保的决策主体和决策机制，由于《破产法》和《公司法》在实操层面缺乏有效衔接，实务中存在一定冲突。在公司正常经营状态下，债务人对外提供担保应该按照《公司法》第十六条规定，依照公司章程的规定由董事会或者股东会、股东大会决议。但是，由于债务人已经处于破产程序中，公司剩余索取权事实上已经归属债权人所有，应当优先适用破产法的有关规定。根据《破产法》第六十九条第五款和《破产法解释三》第十五条规定，如果设立抵押行为发生于重整期间，则应由债权人会议表决或法院批准后由破产管理人或自行管理的债务人完成设立行为。如果设立抵押行为发生在重整计划执行期间，则根据《破产法》第八十九条、第九十条规定，设立抵押的主体为债务人企业，但是需要符合重整计划、管理人监督方案并经法院许可。因此，债务人财产设立抵押担保并不需要债务人股东会或董事会的同意。

但是，根据我们办理类似案件的实务经验，在具体办理抵押登记时，大部分地区的不动产登记机关尚未针对企业破产这一特殊情况设定配套流程，仍要求抵押权人按照常规抵押登记手续的文件模板进行提交，即要求债务人企业以自己的名义签署《抵押合同》并提供股东会决议等授权材料，在实质合并破产程序中，仍需以名义持有抵押财产的法人主体单独签署抵押协议并办理抵押登记。

因此，如果债务人企业对此不予配合，由抵押权人和管理人自行办理抵押登记存在

实务障碍，或需法院通过出具通知书等方式协调行政机关方可解决。

（二）设立在建工程抵押担保

对于尚未设定抵押担保的在建工程，投资人可以要求融资方为共益债权设定在建工程抵押。在设定在建工程抵押的过程中，投资人需注意以下几个要点：

1. 抵押权人主体资格要求

《中华人民共和国民法典》及其司法解释并未对抵押权的主体进行限制，但实务中多有抵押登记机关要求抵押权人主体为金融机构，投资人通过合伙企业等非金融机构作为实施主体办理抵押登记时受到限制。

关于在建工程抵押权人仅限于金融机构的要求来源于行政管理规范。根据《城市房地产抵押管理办法（2021 修订）》第三条，“本办法所称抵押权人，是指接受房地产抵押作为债务人履行债务担保的公民、法人或者其他组织……本办法所称在建工程抵押，是指抵押人为取得在建工程继续建造资金的贷款，以其合法方式取得的土地使用权连同在建工程的投入资产，以不转移占有的方式抵押给贷款银行作为偿还贷款履行担保的行为”。因此，实务中多有不动产登记窗口在《在建建筑物抵押收件需知》要求，“抵押权人应为具有银监会颁发了《金融许可证》的单位。如银行、信托公司、资产管理公司等。”

但是最高人民法院曾在 2012 年作出《关于〈城市房地产抵押管理办法〉在建工程抵押规定与上位法是否冲突问题的答复》，“法律对在建工程抵押权人的范围没有作出限制性规定，《城市房地产抵押管理办法》第三条第五款有关在建工程抵押的规定，是针对贷款银行作为抵押权人时的特别规定，但并不限制贷款银行以外的主体成为在建工程的抵押权人”。根据《国务院办公厅关于完善建设用地使用权转让、出租、抵押二级市场的指导意见》（国办发[2019]34 号）第（十三）条，“放宽对抵押权人的限制。自然人、企业均可作为抵押权人申请以建设用地使用权及其地上建筑物、其他附着物所有权办理不动产抵押相关手续，涉及企业之间债权债务合同的须符合有关法律法规的规定”。

因此，如果投资人将在建工程抵押作为核心偿债保障措施，建议投资人在确定实施主体之前向项目所在地的不动产登记中心事先进行咨询核实。

2. 在建工程开发进度要求

《城市房地产抵押管理办法》并未对抵押在建工程的施工进度提出要求，但是实务中不动产登记机关一般均要求被抵押的在建工程达到特定条件。仍以长沙地区为例，《长沙市城市房地产交易管理办法》（长沙市人民政府令第89号）第二十八条规定，“房地产开发企业和其他建设单位以在建工程设定抵押权，所担保的主债权仅限于建造该建设工程的贷款，但已付清该建设工程全部建造款的不在其限。以在建工程设定抵押权，必须同时符合以下条件：（一）房屋土建工程完成50%以上或多层建筑封顶、高层建筑达到十层；（二）符合建设工程承发包管理的有关规定”。

根据长沙市不动产登记中心窗口出具的《在建建筑物抵押收件需知》，办理抵押登记时需要提供项目资料如国有土地使用权证、小区平面布置图、预测报告书、报建资料等，同时还要提供抵押资料，如申请人身份证明、抵押合同（须明确抵押物范围）、在建工程抵押物清单、主债权合同、抵押人有权处分抵押房产的资料（有限公司需提交股东会或董事会同意抵押的决议）、抵押人承诺书、抵押权人承诺书（承诺书主要内容应包括：在解开网上签约限制后网上签约销售的，当事人申请办理预告登记时，抵押权人承诺向登记机构办理预购部分在建工程抵押权的注销登记）。

3. 土地抵押、查封对在建工程抵押的影响

《民法典》第四百一十七条规定，建设用地使用权抵押后，该土地上新增的建筑物不属于抵押财产。虽然基于“房地一体”的不动产处分原则，建设用地使用权实现抵押权时，应当将该土地上新增的建筑物与建设用地使用权一并处分，但是，土地抵押权人对新增建筑物不享有抵押权。因此，从法律规定的角度来说，已经办理土地抵押登记后，新建的在建建筑物抵押仍可以办理建筑物部分的抵押登记。

但是实务中，为避免因土地、在建工程分别抵押权而引发后续争议，多数地区的不动产登记机关要求办理在建工程抵押时不得存在土地抵押权。例如长沙市不动产登记中心窗口出具的《在建建筑物抵押收件需知》规定，“国有土地使用权设定了抵押的，需要注销在建工程抵押权部分对应的土地使用权抵押后方可办理在建工程抵押登记。”同时一旦办理在建工程抵押，则抵押权自动包含建筑物对应的土地使用权，“抵押物范围：在申请的栋号范围内选择房号，明确抵押范围的套数。抵押已建造部分范围的房号即包含了建筑物和土地使用权，未建部分范围的房号即只包含土地使用权（不可单独设定）”。

因此投资人如需办理在建工程抵押，需要协调原土地抵押权人解除抵押登记，必要时需要法院出具协助执行通知书。同时，如果投资人本身就是土地抵押权人，则在原土地抵押权并未注销的情况下其他债权人也难以办理在建工程抵押登记，此时可结合重整计划中关于共益债清偿顺位的约定综合评估是否还有办理抵押登记的必要性。

（三）关联方提供补充增信

除以债务人财产提供担保外，第三方增信也是共益债融资活动中常使用的保障措施，尤其常见于破产程序中存在战略投资人的情况，共益债投资人此时相当于财务投资人，可以要求战略投资人提供保证担保或提供其他资产作为担保财产。实务中提供第三方增信的主体通常包括债务人企业股东、债务人企业实际控制人、战略投资人及其股东等。

四、优先清偿顺位的实现方式

如前所述，我国共益债不具有超级优先权，不能强行优先于既有担保物权的优先受偿范围受偿。《破产法解释三》第2条规定了我国现行法律对共益债的超级优先权持否定态度。同时我国《企业破产法》第109条、《民法典》第386条明确规定了担保物权的别除权，如果《破产法解释三》规定共益债务融资优先于既存担保债权，亦会与《企业破产法》、《民法典》等上位法相冲突。但是在我国地产开发行业的惯常融资流程下，几乎没有处于破产程序中的债务人企业尚剩余有土地、房屋未设置抵押担保，如此留给共益债投资人优先受偿的财产金额本就少之又少，再加上破产程序中不容小觑的破产费用和开发建设过程中产生的其他共益债务，如果对担保权人的权利不做任何限制，成功引入共益债投资人的难度可想而知。

为解决既存担保物权对新生融资的制约问题，过去实务中的通行模式是投资人以“工程款垫资”方式提供共益债，基于“工程款债权就在建工程价值优先于抵押权受偿”的规定实现优先受偿。如此投资人即可绕过“黄金优先权”之争，则直接向施工单位提供融资即可。此类模式本质上是利用建设工程价款优先权确保清偿而与共益债务的清偿顺位无关，因而不属于本文讨论的共益债投资范畴，下文仅介绍共益债投资人如何基于“共益债融资”这一债权性质实现事实上的优先清偿。

（一）既存担保权人自愿劣后于共益债务受偿

《破产法解释三》虽然规定提供借款的债权人主张新融资债权优先于既存担保债权的，人民法院不予支持，但是此条款并不会产生排斥和否定当事人在市场中对清偿顺位的自愿安排。同时，《民法典》第 409 条规定，抵押人可以放弃抵押权或者抵押权的顺位。例如，在舟山中恒置业有限公司破产清算转重整案中，由资产管理公司、房地产企业共同成立“恩伦有限合伙”作为共益债投资人，并将该债权收益权作为基础资产在浙江金融资产交易中心发行投资收益权产品“中恒共益”进行融资。该项目中系由担保债权人自愿签署同意劣后于共益债务融资受偿的承诺函保障了共益债的超级优先清偿顺位。因此，针对共益债核心偿债资产上设定的担保物权（及在建工程优先权），共益债投资人可采用与优先权利人协商的方式，由权利人出具自愿劣后承诺函的方式实现“黄金优先权”。

（二）债务人财产新增/增值部分可优先清偿共益债

在担保权人拒绝让渡权利的情况下，虽然法律无权使得共益债融资强行优先于担保权人，但是担保人可以优先受偿的范围仅限于“土地上已有的建筑物以及正在建造的建筑物已完成部分”，不包含新增和增值部分价值。根据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉有关担保制度的解释》（“《担保部分解释》”）第 51 条规定：“当事人仅以建设用地使用权抵押，债权人主张抵押权的效力及于土地上已有的建筑物以及正在建造的建筑物已完成部分的，人民法院应予支持。债权人主张抵押权的效力及于正在建造的建筑物的续建部分以及新增建筑物的，人民法院不予支持。当事人以正在建造的建筑物抵押，抵押权的效力范围限于已办理抵押登记的部分。当事人按照担保合同的约定，主张抵押权的效力及于续建部分、新增建筑物以及规划中尚未建造的建筑物的，人民法院不予支持。”同时，根据《最高人民法院关于审理建设工程施工合同纠纷案件适用法律问题的解释（一）》（“《建工司法解释》”）第 36 条和《民法典》第 807 条规定，建设工程的价款就该工程折价或者拍卖的价款优先受偿。因此，工程款债权人的优先受偿范围已经体现于在建工程现状价值，续建复建所产生的增值部分工程款债权不得优先于共益债受偿。

因此在破产项目中，共益债投资人应敦促破产管理人提供共益债偿债保障资产对应的现状清算评估报告，明确担保资产清算价值。同时，在重整计划中需将共益债的优先顺位进行明确，可添加如下表述：“超出土地及在建工程现状评估值的部分，将优先用于清偿共益债务本息。”如此，抵押权人和工程款优先权人可以优先受偿的范围仅限于抵押财产和在建工程现状清算评估价值，而项目因续建完成而产生的销售收入与在建工程和土地使用权等担保财产现状清算评估价值的差额属于增值部分，该等增值部分不属于抵押权人和工程款债权人优先受偿的范围。所以每套房屋的上述增值部分属于债务人无担保财产，可以优先清偿共益债。

上述做法最先公开见于上海悦合置业有限公司重整案件中，后在本团队律师承办的株洲华晨房地产集团有限公司破产重整项目中亦得到采用。我们认为，本次民法典对土地抵押权优先受偿范围做出限制的立法本意即在于解决房地产开发项目的后续融资问题。在破产程序中，将债务人财产的新增/增值部分用于优先清偿新生共益债融资，不仅不违反现行法律规定，也契合了民法典和破产法的立法精神，值得推广适用。

（三）担保财产处分过程中的“优先变现/分配权”

房企共益债融资与原担保物权的冲突集中体现在二者同时存在于同一不动产的情况。续建复建完成后的可售房屋同时包括抵押权人享有担保物权的抵押财产（土地和原有在建工程）和共益债投资人享有优先受偿权的新增财产，当处分该房屋时如果可以理解为先行对不动产新增部分进行变现，则投资人即可主张先于担保权人就该不动产变现价值受偿。因此，当该不动产开始销售回款后，只要保证不动产剩余货值足够覆盖担保物权优先受偿金额，则前期销售回款可以先行向共益债投资人清偿，视为未损害担保权人优先受偿的权利。

虽然实务中部分案件已采用上述操作模式，但房地产处分转让也需遵守“房地一体”原则，当一处不动产对外售出时，应视为该不动产对应的房屋所有权（下称“房权”）和建设用地使用权（下称“地权”）已经同时变现，因此上述“优先变现权”的理论基础和合法性尚存在瑕疵。例如，在杭州银行股份有限公司上海虹口支行与浙江宝业建设集团有限公司建设工程施工合同纠纷执行案件中，一审、二审法院均认为在不动产统一拍卖程序中，在建工程在涉案土地上建造无法独立存在，基于房地一体原则，二者各自

的价值难以区分，在建工程债权人有权先于土地抵押权人受偿。但在后续的再审程序中，最高人民法院做出（2019）最高法执监 470 号裁定认为，在对涉案房地产进行整体拍卖后，应将拍卖款的价值区分为土地价值和在建工程价值，对于拍卖款中属于土地使用权的部分，应当由抵押权人优先受偿。

如果认为房屋售出时房权、地权一并变现，则如何分割确定地权对应的价值实务中存在较大争议。对应在“地随房走”时，房屋“占用范围”内的地权随房权一并处分，“占用范围”的内涵究竟指什么，最高立法机构的释义不明，说它可能是一宗单独的地权，也可能是共有地权中的份额。有学者主张“地权份额说”，即“占用范围”指房屋分摊的土地权益份额，表现为房屋面积与该宗地规划建筑总面积的比例¹⁰¹，这也与房地产销售实务中土地增值税缴纳基数的计算方法一致。¹⁰²按照地权份额说的计算方法，房屋对应土地变现价值=（当期销售房地产项目建筑面积÷房地产项目可供销售建筑面积）×土地评估值。

因此，“优先变现权”或“优先分配权”本质上相当于将原本应当向担保权人分配的担保财产变价所得用于清偿共益债务，而将剩余未售财产向担保权人提供替代担保。在破产清算程序中，这一做法应为法律所禁止（详见本部分第三章第一条第（十）项“债务人财产变现所得能否作为续建资金”，第 122 页-123 页）。但是在重整程序中，对于这种做法的合法性分析将不可避免地回到重整计划中“担保权未受到实质性损害”的标准问题。对此英美破产法均设置了详细的“充分保护原则”，并将这一原则作为破产程序中对担保物权进行种种必要限制的合法性基础。可以说，正是由于目前我国破产法律、实务未能有效确立这一标准，才导致立法“不敢”贸然赋予共益债融资以僭越担保物权的优先权。

在共益债融资活动中，重整计划将未售货值作为担保权人全额清偿的安全垫而将现金回款优先向共益债投资人进行分配的约定是否合法有效？下文将在我国现行破产法

¹⁰¹ 常鹏翱：《论“地随房走”规则中“占用范围”的界定》，载于《现代法学》，2021 年第 3 期。

¹⁰² 《房地产开发企业销售自行开发的房地产项目增值税征收管理暂行办法》（国家税务总局公告 2016 年第 18 号文）第五条：当期允许扣除的土地价款按照以下公式计算：当期允许扣除的土地价款=（当期销售房地产项目建筑面积÷房地产项目可供销售建筑面积）×支付的土地价款。

当期销售房地产项目建筑面积，是指当期进行纳税申报的增值税销售额对应的建筑面积。

房地产项目可供销售建筑面积，是指房地产项目可以出售的总建筑面积，不包括销售房地产项目时未单独作价结算的配套公共设施的建筑面积。

支付的土地价款，是指向政府、土地管理部门或受政府委托收取土地价款的单位直接支付的土地价款。

框架内，以“担保物权迟延清偿”为法律依据探讨上述做法的可行性，并尝试提出与之相应的“充分保护”标准。

（四）“担保物权迟延清偿”与“充分保护原则”

1. 担保权人延期清偿的可行性

本质上，破产程序无权消灭或调整担保物权的实体权利，只能出于破产程序必要对担保人行使担保物权的时间进行一定限制，在我国法律制度下即主要体现在《破产法》第七十五条规定的“重整期间担保物权暂停行使”。《破产法》第八十七条进而又为担保物权迟延受偿提供的法律依据——实务中大量的“留债式重整”案例中，出于重整计划执行必要，暂时对担保财产不予变现，在担保物权优先受偿的范围内设置全额留债清偿方案。虽然对于“留债”的法律性质存在多种理解，本文认为担保物权的留债清偿在某些情况下可以理解为是将“担保物权的暂停行使”从重整期间延续至重整计划批准之后。

一般来说，延期清偿的担保物权仅限于对应担保财产为必要经营性资产，以该担保财产并未变现为前提。例如多数重整计划将担保财产分为是否与重整计划相对应的经营性资产，对于非经营资产在变现范围内全额及时清偿。但实务中无论担保财产是否变现，一律按照担保财产评估值对担保物权进行留债清偿的案例亦并非鲜见。例如在出售式重整中，担保财产作为“核心经营资产”的一部分事实上已经转让变现，但担保权人却仍在特定金额内迟延清偿。因此，从实务角度来说，房企重整案件中在确保担保权人全额受偿的前提下优先将房屋销售回款向共益债投资人分配有先迹可循。

或许将“担保物的变现权”和“担保债权的受偿权”进行二元分离可以解决这一问题。最高院民二庭在《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》在对第 112 条“重整中担保物权的恢复行使”进行解释时提到，“三、担保物的变现权和担保债权受偿权是否分离问题：担保权在重整期间获得解除冻结之后，如何行使权利在立法技术上仍有探讨之价值 可供借鉴的国际立法例亦存在变现权和受偿权分别处理的情形，值得我们进一步研究。¹⁰³”我们认为，担保物权的暂停行使不仅包括担保物暂时不予变现，也包括担保财产变现后对担保权人暂时不予清偿。如前所述，我国目前司法实务中已经

¹⁰³ 最高人民法院民事第二审判庭：《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》，人民法院出版社，570 页

通过《破产法》第八十七条将担保物权暂停行使的期间延续至重整计划裁定批准之后，即体现在出于重整计划执行需要对担保财产不予变现，则理论上也可以进而将担保物权暂停行使的另一种形式——担保物权迟延受偿——在重整计划执行期间进行延续。

国际多地立法例支持担保财产处分后对担保权人迟延清偿。美国《联邦破产法典》第 1129 条 (b) (2) A 款规定，对于担保债权组而言，重整计划强行裁定批准的情况包括以下三种：1. 无论担保财产是否已经对外转让，担保权人仍就担保财产保留担保物权，并且担保权人有权在其债权金额内就重整计划生效之日担保财产的价值获得足额延期现金支付；2. 但担保权人选择以物抵债的情况下，将担保财产无负担出售并就出售收益设立担保权；3. 担保权人得以实现债权的“绝对等同价值”的其他方式¹⁰⁴。此外，1986 年英国《破产法》附表 B1 第 70-71 条也允许债务人在充分保护担保权人权利的情况下处置担保财产¹⁰⁵，该条款规定管理人处置担保财产需要同时满足符合债务人企业利益并且处置价格高于担保债权金额两个条件¹⁰⁶。

因此，虽然在主流司法审判实践中存在较大争议，我们认为房企破产项目中基于“担保物权迟延受偿”的原理将房屋销售回款优先向共益债投资人分配，在我国现行法律框架下具有一定理论基础和实务操作的可行性。

2. 充分保护原则的必要性

破产程序对担保物权行使做出限制的前提是担保物权能够得到“绝对等值” (indubitable equivalent) 的充分保护，相较于担保物权的迟延清偿，在我国司法实践中确立与之相应的充分保护原则和标准更具必要性与紧迫性。如果没有清晰明确的“充分保护原则”作为平衡，令担保权人延迟受偿必然最终导致担保权人被任意替换、

¹⁰⁴ 申林平译：《美国破产法典》，第 515-520 页，法律出版社，2021 年 12 月第一版。

¹⁰⁵ 王之洲译：《商事破产 全球视野下的比较分析》，中国政法大学出版社，2018 年第一版，第 119 页。

¹⁰⁶ Charged property: non-floating charge

71(1) The court may by order enable the administrator of a company to dispose of property which is subject to a security (other than a floating charge) as if it were not subject to the security.

(2) An order under sub-paragraph (1) may be made only—

(a) on the application of the administrator, and

(b) where the court thinks that disposal of the property would be likely to promote the purpose of administration in respect of the company.

(3) An order under this paragraph is subject to the condition that there be applied towards discharging the sums secured by the security—

(a) the net proceeds of disposal of the property, and

(b) any additional money required to be added to the net proceeds so as to produce the amount determined by the court as the net amount which would be realised on a sale of the property at market value.

处置担保物，无法在优先受偿的权利范围内实现清偿，造成担保物权的实质性损害。

“充分保护制度”源于美国《破产法》第 361 条，具体包括以下几种形式：其一，债务人向担保权人为定期或一次性的现金支付，且该支付足以弥补担保物的价值损失（第 1 款）；其二，债务人向担保权人提供额外或替代性的担保（第 2 款）；其三，债务人向担保权人提供“绝对等值财产”，且其价值足以弥补担保权人所受的损失（第 3 款）¹⁰⁷。在确定“黄金优先权”的批准条件时，美国《破产法》第 364 条（d）款也将“担保权人得到了充分保护”作为必要条件。在美国司法实践中，法院认定担保权人得到了充分保护进而批准“黄金优先权”的主要情形是：其一，债务人仍保有大额的剩余权益坐垫，足已涵盖黄金优先权和被降次的优先权；其二，债务人说服法院新获得的资金能够帮助其提升担保财产的价值，从而使新债权和既有债权都获得足额担保¹⁰⁸。

《九民会议纪要》第 112 条对“担保物权暂停行使”进行细化的同时也引入了“充分保护原则”，但对充分保护的方式仅进行了概括性描述，即“减少价值相应的担保或补偿”，在司法实践中如何适用缺乏可供参考的标准。分析我国司法裁判可以发现，司法机关对充分保护的认定通常将“担保财产市场评估价值”作为标准，如果确定向担保权人进行清偿的担保财产市场评估价值高于其清算价值与重整期间占用担保物按照清算价值计算的存款利息之和，则可认定为满足“因延期清偿所受的损失将得到公平补偿”。这种考量标准仍以担保财产未变现情况下的担保物权迟延清偿为前提，在原担保财产已经变现的情况下，应当参考借鉴国际通行做法，由债务人提供“绝对等值”的替代担保物或偿债资产。

我们初步认为，将未售房屋作为保障担保权人实现清偿的“绝对等值”财产是具有一定可行性的，但需要满足两个前提：一是作为保障措施的房屋需为可售房屋，不能将在建工程作为安全垫，将续建复建后再次烂尾的风险转嫁到担保权人身上，造成担保物权事实上没有获得替代可变现资产；二是确定未售房屋价值时需依据资产评估报告，避免房屋作价虚高，侵害担保权人利益。

3. 以个案中例外适用为原则

需要说明的是，与本报告在第二部分第三章“‘共益债融资’的清偿顺位”中表

¹⁰⁷ 《美国破产法新论》，中国政法大学出版社，[美] 查尔斯·J. 泰步，2018 年版

¹⁰⁸ 《美国破产法新论》，中国政法大学出版社，[美] 查尔斯·J. 泰步，2018 年版，第 1176 页

达的观点一致，本文并不主张在我国现行法律框架下直接赋予共益债融资可以超越担保物权的“黄金优先权”。这是由于破产程序“对担保物权的限制”和“与之相对的充分保护”就如同并驾齐驱的两架马车，缺失了后者的马车相当于瘸了一条腿，前者跑的越快只会越发造成权利保护的失衡。仅就“担保物暂停处分”这一对担保物权的限制方式而言，我国目前在立法和司法层面都尚未明确对应的充分保护标准，如果直接在立法层面赋予共益债融资“黄金优先权”，则必然造成这一原则的滥用，架空担保权人优先受偿的权利。到头来不仅阻碍破产程序的顺利推进，更甚者伤害了正常商事活动中担保权人的交易安全导致企业融资更加困难。

因此，我们建议将重整计划中“担保物权迟延清偿”的合法性留给法院在个案中进行裁量。由法官基于“担保物权暂停行使”这一法律依据，判断该重整计划对担保权人及其他优先权人迟延清偿的安排是否满足了“充分保护原则”的标准，是否得到了充分的衡平与保护，进而通过是否裁定批准该重整计划的方式对其合法性做出判断。

五、投后管理机制

（一）重整计划执行阶段的监督机制

重整计划经由法院裁定批准后即进入重整计划执行阶段，重整计划所确定的共益债融资交易架构能否落实取决于重整计划能否得到顺利执行。《破产法》第89条规定：“重整计划由债务人负责执行。人民法院裁定批准重整计划后，已接管财产和营业事务的管理人应当向债务人移交财产和营业事务。”

因此，我国现行法律框架下重整计划由债务人执行，管理人仅具有监督权。如无特别规定，重整计划执行阶段，债务人将恢复为正常经营的企业，有权自行处理其财产及营业事务。虽然法律并未明确规定重整计划执行期间债务人违反重整计划擅自进行的财产处分行为是否有效，但司法实务中对此似乎持肯定态度。例如在湖南省海洋生物工程有限公司破产重整项目中，债务人企业在重整计划执行阶段与第三方签署协议，擅自将核心偿债资产进行置换，后复诉至法院请求确认该协议无效，该案中最高院最终认可债务人违反重整计划与第三方签署的合同仍然有效，“案涉《股权转让协议》签订之时，

海洋生物公司系自行管理财产和经营事务。海洋生物公司作为《股权转让协议》的当事人，以自身签订协议行为存在法定代表人越权、未经债权人会议同意为由，主张合同无效，于法无据，亦违背诚实信用原则。¹⁰⁹”

债权融资的交易基础在于债务人企业的偿债能力，这一交易基础对于刚刚历经了破产程序的债务人来说几乎可以忽略不计，如果投资人对重整计划执行期间可能影响投资收回的事项疏于监督，则仅凭“共益债优先顺位”是远远不足以保障债权实现清偿的。在房企共益债融资交易中，债务人对共益债融资资金的使用、债务人重大财产的处分、债务人后续其他债务的引入和清偿等均会对投资款项的收回产生实质性影响。因此，可以说房企共益债投资的性质就决定了此类项目在重整计划执行阶段必需配套设置完善可行的监督管理机制。

目前我国法律对于重整计划执行阶段的监督机制处于立法空白状态，通过分析相关案例，可以发现实务中的监督机制总体可划分为以下三种模式。

1. 以管理人为主的监督机制

我国《破产法》第九十条¹¹⁰、第九十一条¹¹¹明确规定在重整计划执行期间管理人仍应履行相应监督职责，但是对于管理人行使监督权的具体方式并没有规定，因此由管理人行使监督权具有法律依据。在以管理人为主的监督机制下，管理人行使监督权的方式是“亲自”介入到债务人对重整计划执行活动中进行监督管理，一般体现为对债务人企业的章证照接管，并且通过银行预留印鉴、共管U盾及财务专用章等方式对债务人企业进行严格的资金监管。例如，在唐山市路桥建设有限公司等八家公司破产重整案件中，重整计划规定，“管理人与新路桥集团对城建路桥进行印章、证照实施共管，管理人对其他七家公司印章、证照、账户、款项支付实施监管。管理人对目标项目开发阶段计划执行情况、销售计划和销售回款完成情况、工程进度、成本计划执行情况、现金流状态以及其他重大事项进行监督。”

我们认为，此种模式本质上是将“管理人向债务人移交财产和营业事务”的时间节

¹⁰⁹ 最高人民法院：（2021）最高法民申4191号民事裁定书

¹¹⁰ 《企业破产法》第九十条：人民法院裁定批准重整计划之日起，在重整计划规定的监督期内，由管理人监督重整计划的执行。在监督期内，债务人应当向管理人报告重整计划执行情况和债务人财务状况。

¹¹¹ 《企业破产法》第九十一条：监督期届满时，管理人应当向人民法院提交监督报告。自监督报告提交之日起，管理人的监督职责终止。管理人向人民法院提交的监督报告，重整计划的利害关系人有权查阅。经管理人申请，人民法院可以裁定延长重整计划执行的监督期限。

点从“重整计划裁定批准”顺延至“重整计划执行完毕”，虽然能够解决重整计划执行期间债务人的有效履行问题，但是无疑极大增加了管理人和法院的工作量，与立法本意有所偏离。同时也加重了管理人履职风险，管理人往往并不具备专业能力能够在复杂的房地产开发项目中对于资金使用、开发建设、销售回款等一系列经营活动进行有效监管，一旦监管不当反而或需承担责任。因此，这种做法虽然为解决个案问题在早期项目中大量采用，但并不适合作为通用模式进行推广。

2. 以债权人会议（债权人委员会）为主的监督机制

债权人会议是重整期间对债务人财产处分事项的最高决策机关，但是在重整计划执行阶段，债权人会议对债务人财产享有何种权利法律并没有明确规定。根据《破产法》第九十三条，在重整计划执行阶段债权人仍享有监督权，当重整计划未得到有效执行时，债权人可以以“利害关系人”的身份向法院请求终止重整计划的执行并宣告债务人企业破产，但债权人享有的权利不应止步于此。加之我国立法采用债务人财产扩张主义，重整计划执行阶段债务人名下的财产仍归于破产程序中“债务人财产”，且在此期间债权人尚未实现清偿，债务人财产的增损仍关乎债权人的实质利益，因此理论上在此期间债权人对债务人财产处分行为仍应享有一定的决策权。

2021年最高院发布的破产典型案例“中航世新燃气轮机股份有限公司、中航世新安装工程（北京）有限公司实质合并重整案¹¹²”即体现了这一观点。在该案中，最高院认为重整计划执行阶段，管理人应根据债权人会议决议就债务人财产处分细化规则并向法院报告，“债权人会议行使重大财产处分决定权是债权人意思自治原则的重要体现……债务人重大财产处分涉及全体债权人清偿利益的实现方式及实现程度，影响破产程序进程，理应由债权人参与和决定，并由管理人执行债权人会议决议。本案中，首先，管理人制作包含财产变价内容的重整计划草案并提交债权人会议表决。其次，管理人依照债权人会议决议通过的重整计划进一步细化处置规则。最后，为避免出现管理人的处分行为缺乏监督的情况，法院要求管理人在实施处分前应向其报告，法院认真审查管理人的实际处分行为是否符合债权人会议决议。通过以上程序，债权人在债务人财产处分上的决定权得以充分保障，企业资产处置取得最佳效果。”

¹¹² 北京市第一中级人民法院：(2020)京01破30、31号，“人民法院实施破产法律制度 优化营商环境典型案例之四”

仍将债权人会议仍作为重整计划执行阶段最高权力机构的做法在部分案例中已经开始得到适用。例如《上海悦合置业有限公司重整计划》明确将执行阶段债务人财产处分决策权赋予全体债权人，“根据破产法规定，悦合置业将作为重整计划的执行主体。鉴于投资人并非以股权投资而是债权投资，悦合置业的资产和决策实际归属于全体债权人……重整计划执行期间，债权人会议系悦合置业的最高权力机构，债权人委员会在重整计划执行期间有权代表债权人会议决定悦合置业执行本重整计划草案的重大事项。”为保证债权人会议做出决议的效率性和有效性，该案重整计划特别设置了债权人委员会组成人员“调整机制”，债权已经实现清偿的组别对应的债权人代表将退出债委会，由未获清偿组别推举代表补选进入。

虽然此类模式实务中尚属少见，且理论上仍存在一定争议，我们认为赋予债权人会议一定的决策权的做法值得认可和鼓励。有观点认为重整程序进入执行阶段后，债权人会议概已解散，除非特殊情况不宜重新召集，且企业营运事务即已交还债务人企业管理，债务人企业应当作为正常存续的经营主体按照《公司法》的决策机制做出决定，债权人委员会不宜直接介入债务人企业的经营管理活动。这种观点值得商榷，债权人会议是代表全体债权人意志的议事机制，并非常设机构，在破产程序终结之前都可以随时召集行使权利。《全国法院破产审判工作会议纪要》第19条也明示重整计划执行期间债权人会议有权决议是否同意变更重整计划，实务中多数案件于重整计划裁定批准后管理人确认的补充申报债权亦需向债权人会议公示核查，可见债权人会议并不因重整程序终止而解散。

但诚如反对观点所言，在此期间债权人会议行使决策权面临两个不可回避的问题：一是如何与债务人企业的公司治理决策机制相协调；二是随着债权人受偿情况的实时变化，债权人会议代表成员需做出相应调整，如何在行使职权的过程中兼顾效率与公平。本团队律师在类似案件办理过程中也遇到这一难题，并尝试通过保留债委会作为常设机构对涉及重大财产处分的特定行为进行审查的方式解决（详见下文“4. ‘三权分立’式监督机制”，第151-152页）。

3. 以专项实施机构为主体的监督机制

为实现重整计划执行阶段监督权的有效行使，确保各类利益主体都对重整计划执行

情况掌握充分的知情权和话语权，实务中另一常见处理方式是设立“专项工作小组”，将破产管理人、法院、债权人、投资人、债务人等各方代表均置于其中，并协商制定一套表决机制，由该小组作为重整计划执行的监督机构对重大事项进行表决。例如在重庆威特嘉实业有限公司重整案件中，即成立“项目监管小组”，“为保障重整计划的顺利执行，形成更有力的监督，拟成立巴比亚半山项目监管小组，重大事项须报项目监管小组决议，过半数表决通过；项目监管小组由管理人、债权人、债务人、融资托管人四方组成，管理人担任组长。管理人2人、占2票，债务人代表1人、占1票，债权人代表1人、占1票，融资托管人代表1人、占1票，4方合计5票。项目后期的开发建设工作、财务管理、销售定价等重大事项，管理人在征求政府工作组意见后，由管理人发出通知，召集召开项目监管小组工作会。重大事项享有表决权过半数通过，如果涉及开发建设工作、财务管理、销售定价、民生、维稳等重大事项，管理人有一票否决权。¹¹³”

这种“大杂烩”的模式虽然体现了对各方主体监督权的保护，但在我们看来仍有欠妥之处。回溯破产法的制度设计，法院、管理人、债权人和债务人在重整计划执行阶段享有的权力来源和内涵存在本质差异，不宜一概而论之。况且重整计划执行期间涉及大量破产程序之外的交易相对方，“专项工作小组”的独创决策机制与常规公司治理决策机制发生冲突时对外部第三方能否具有对抗力，一旦处理失当又极易引发后续诉争。最高院在《全国法院民商事审判工作会议纪要的理解与适用》中也强调了重整计划执行期间监督机制的重要性和复杂性，“重整计划执行期间是重整企业从重整期间转向完全正常经营的过渡期，也是重整计划可行性的考验期和实践期……重整计划的执行是一项复杂工程，涉及债权人、股东、职工等各方面的关系，因而其程序的设置必须科学、合理，运作有效，防止成为债务人借此谋取不法利益，拖延、逃避债务的工具。因此，设置重整计划执行监督制度，对重整计划的执行进行有效监督，是保护债权人利益、实现重整目的的需要……重整计划需要得到不折不扣的执行。¹¹⁴”但是针对多重权利竞合下监督机制的确立，最高院却并未直接给出解决方案。

¹¹³ 重庆威特嘉实业有限公司破产管理人：重庆威特嘉实业有限公司重整案融资托管人招募公告，2018年2月3日。

¹¹⁴ 最高人民法院民事第二审判庭：《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》，人民法院出版社，第573页。

4. “三权分立”式监督机制

我们认为一个合法、有效监督机制的设立需要回归到破产程序中不同主体的权利本源，将执行阶段不同事项的决策权分别赋予不同主体。这些主体包括：

(1) 债务人企业：根据破产法规定，法院裁定批准重整计划后管理人即向债务人移交财产和营业事务，因此债务人企业已经重新获得公司经营权，有权按照其公司章程等治理文件的规定处理经营事务。对于进行了出资人权益调整的债务人企业而言，此时股东已经成为投资人或转股债权人，相关主体完成工商变更登记后，其对债务人企业日常经营活动的控制权实系通过行使股东权利实现，与公司法律规定能够保持一致。但是对于未进行出资人权益调整的债务人企业，如无特殊约定原股东仍应享有公司日常营业事务控制权，投资人或债权人需要对原股东经营权进行限制的，需要在重整计划中做出约束性规定，并通过委派董事、监事、高管，变更公司章程等方式进行制约。

(2) 债权人委员会：重整计划执行阶段管理人向债务人企业移交“财产和营业事务”并不等于债务人已经获得公司全部控制权。最高院也提到过这一观点，“重整期间只是破产案件整个审理期间的一部分，重整计划执行阶段仍属于破产案件审理期间¹¹⁵”。当债务人的经营管理权与债权人会议对债务人重大财产处分权发生冲突的时候，债权人会议应当享有最终决策权，此时“财产和营业事务”的内涵应当参照《破产法》第七十三条规定理解为“日常经营管理事务”。

在房地产共益债融资项目中，这种冲突体现的尤其明显，因为此类重整计划的核心内容是将全部债务人财产变现后进行清偿，其本质与财产变价分配方案极为类似。因此，本文认为房企重整计划执行阶段应当保留债权人委员会，债务人进行重大财产处分前应向债权人委员会报告，债权人委员会有权继续行使监督权。此时共益债投资人作为重要债权人，应当根据其债权比例在债委会占有相应的席位。

(3) 破产管理人：根据《破产法》第九十条规定，重整计划执行阶段，管理人行使的是法定监督权，债务人应当向管理人报告重整计划执行情况和债务人财务状况，管理人亦有权主动向债务人核查与重整计划执行有关的事项。但是管理人并不必然介入债务人企业的日常经营活动，而是行使核查监督的权利并继续处理与破产有关的程序性事

¹¹⁵ 最高人民法院民事第二审判庭：《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》，人民法院出版社，第572页。

务。

当然法院也享有监督权，但法院的监督应通过审查破产管理人提交的监督报告进行，当法院认为重整计划已经得到不折不扣的执行时应当裁定终结程序，反之则应对债务人和管理人进行及时纠正。

本文认为，重整计划执行阶段的理想状态是设立一种由“债务人经营管理权”、“债权人重大财产处分权”和“管理人法定监督权”三者构成的“三权分立”式监督机制。在株洲华晨房地产共益债融资项目中，各方按照上述职能划分设立了“经营决策委员会”作为“债务人经营管理权”的决策机构。委员会仅包括债务人企业代表和投资人代表（管理人、法院等主体可列席参加），代为行使债务人企业股东会和董事会部分职能，并将委员会决策权限在公司章程中进行公示。我们认为这一设计较为契合破产制度下不同主体的权利基础，稍有遗憾的是，出于决策效率考虑，该案并未保留债委会作为决策机构。

（二）投资人投后管理重点事项

如前所述，虽然共益债融资模式下投资人并未取得债务人企业股权，但正因如此投资人将自己的投资利益与债务人企业的清偿能力绑在了一起，投资款项的依约使用、债务人企业的经营决策、财务状况、财产分配都与投资人利益直接相关。一旦重整计划执行失败，共益债投资人即只能就债务人剩余财产按顺序受偿。因此，确定交易结构并成功实现重整计划的裁定批准对投资人而言仅是“万里长征第一步”，后续交易文件的签署和监管机制的落实才是投资项目的重头戏。

我们根据实务经验，将投资人投后管理的重点事项划分为以下三个层面：

1. “管经营”——债务人企业日常经营活动

（1）原债务人企业决策权限的必要限制

在重整计划执行阶段，债务人企业继续融资、增加负债、过度冒险的经营行为、以原有资产设置抵押担保等权利负担都会对其偿债能力造成不利影响，债务人企业股东对股权的转让或质押也会给重整计划执行带来不确定性。因此建议在重整计划中对债务人企业的法定代表人、股东会董事会等机构权限进行必要限制。例如在株洲华晨重整项目中，重整计划对债务人的股东权利、法定代表人权利均做出限制性规定，“非经本重整计划规定，法定代表人不得以任何形式为债务人的股权设定质押、转让等权利负担，也

不得以任何形式将债务人的资产予以抵质押或设定权利负担，亦不得从事以债务人的名义对外提供担保、加入债务等损害债权人权益的行为。”并通过变更公司章程的方式进行了公示。

(2) 直接参与债务人企业公司治理

为充分实现对债务人企业经营活动的知情权和有效监管，投资人可以在重整计划或监管协议等文件中约定投资人有权直接参与企业公司治理。实践中常见的参与模式控制程度从松到紧分别为：要求债务人企业重大经营决策及时报告投资人、有权列席债务人企业股东会董事会等重要会议、直接派驻董监高并更换法定代表人等。如前文所述，通过设计投资人能够有参与的特殊决策机构行使公司管理职能也是一种有效监管手段。

(3) 债务人企业章证照共管

投资人直接对债务人企业的章证照进行共管是有效控制债务人经营活动、防范债务人道德风险的有效手段，在房地产项目融资中比较常见，适用于引入单一共益债投资人的项目。如果就不同项目分别引入多家投资人，在大型房地产集团破产程序中，每个项目的开发主体一般均为独立法人，仅共管项目公司章证照难以起到风险防范效果，全部共管亦不现实，可以委托专业第三方机构对章证照统一代为管理。

(4) 债务人企业财务审核

一方面，投资人应在相关协议中约定其有权聘请财务监管机构及其他第三方机构审核债务人企业所有财务支出和资金监管工作，并对其进行年度审计或专项审计。另一方面，投资人可以根据项目需要对债务人企业设立审核机制，例如制定月度、季度、年度财务报告机制，设定大额支出审批机制等。

2. “管资金”——共益债投资使用和收回

(1) 投资款资金用途监管的必要性

第一，除非重整计划特别约定，我国破产法要求共益债需用于“继续经营”。根据《破产法解释三》规定，共益债的应有之义为“为全体债权人利益而发生的债务”，因此共益债投资必须用于债务人继续营业之需要，从而实现全体债权人共同利益的提升。如果债务人将共益债投资款挪作他用，将可能导致投资款丧失共益债优先受偿地位。

第二，从实操层面，我们建议投资人对共益债限定使用途径，并施行专款专用。共

益债的还款来源为债务人在重整计划执行过程中的全部回款，并不限于某具体项目的回款。投资人测算项目收益的前提是基于特定还款来源，只有该项目获得适当的资金支持，才能实现复工续建，从而产生项目现金流用于偿还共益债。

第三，金融机构向房地产企业提供共益债融资，资金用途应符合监管要求。目前监管机构对于商业银行、私募资管计划向房地产开发企业提供融资的资金用途有明确限制，如禁止商业银行向四证不全的房地产企业发放贷款、禁止将融资用于缴纳土地出让金。《中国人民银行关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》[银发[2003]121号]第一条规定：“加强房地产开发贷款管理、引导规范贷款投向。…各商业银行应严格执行《建设部、国家计委、财政部、国土资源部、中国人民银行、国家税务总局关于加强房地产市场宏观调控促进房地产市场健康发展的若干意见》(建住房[2002]217号)，对未取得土地使用权证书、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证和施工许可证的项目，不得发放任何形式的贷款。”第二条规定：“严格控制土地储备贷款的发放。…商业银行不得向房地产开发企业发放用于缴交土地出让金的贷款。”当然，上述要求对破产程序中的融资主体来说或过于苛刻，债务人企业往往存在证照瑕疵、欠付土地出让金等情况，诸如此类还有待监管机构进一步出台配套政策，对银行参与房企共益债融资的贷款条件做出细化规定。

(2) 设立共益债资金专用监管账户

我们建议投资人设立专用监管账户进行共益债投资款的发放和收回。

从发放角度：可将共益债借款资金支付至专项账户，由投资人和管理人共同管控。具体而言，可通过设立监管账户、在银行预留印鉴、共同保管U盾及财务专用章等方式对资金进行共同管控，根据制定资金使用计划对资金使用进行审批，确保资金用途符合约定。

从收回角度：对企业经营销售情况进行监管，根据已制定的经营方案，对企业经营进度实时跟踪，要求债务人或管理人及时披露目标项目的开发、销售及回款情况。目标项目产生回款后，需进行资金归集并设定销售回款达到一定金额后，按约定比例留存一定的经营所需款项，剩余部分可提前申请清偿。

3. 管项目——项目建设开发销售全流程管理

房企破产案件中，项目后续开发建设和销售活动直接决定重整计划的执行情况，如果管理不当，会侵蚀共益债资金并造成债务人财产价值贬损，导致企业二次破产。实务中，债务人企业重整后仍由原开发建设团队继续管理的情况较为罕见，共益债投资人往往要求对项目开发全程采取监管措施，最为有效而常见的方式主要包括两种：

第一种是投资人同时作为托管方负责项目开发建设，此类项目中投资人往往同为房地产企业或具有房地产开发能力的大型企业集团。例如，在上海悦合置业公司破产重整一案中，上海绿庭投资控股集团股份有限公司作为重整投资人以共益债方式投资金额2.5亿元，同时也作为破产企业的项目管理受托方，负责悦合国际广场后续的开发续建管理、招商和运营管理、销售管理，并收取相应的项目管理费。

第二种是投资人通过选聘代建机构等方式指定第三方参与项目开发续建及销售管理，这种模式更为适合作为财务投资人的金融机构。例如，在株洲华晨房地产集团实质合并破产案件中，续建复建的十几个项目全部采用“代建”方式完成，共益债投资人有权参与代建方的选聘。此外，投资人后续还可与代建方、债务人签署三方协议对工程进度、销售计划、销售价格进行全程、全面监管。

结 语

行文至此落笔终，始于初秋终于深冬。短短十万字，历时两个月，在团队成员的不断努力下，这本白皮书完成于 2023 年北京的第一个雪夜。

“技可近乎道，艺可通乎神。”从实践中总结提炼而成理论，再利用去更好的指导实践，这是我们作为法律人写下该白皮书的初衷，也希望其能成为律师、法官、房地产企业、金融投资机构等相关主体的实务操作指南。我们也希望能够与时俱进，紧随时代政策的脚步，在“保交楼、保民生、保稳定”的时代框架下，关注房地产企业共益债融资的各种法律问题，致力于协助房地产企业进行共益债融资。

当下破产重整中的共益债融资的相关制度仍处于不断探索的阶段，还留有很多立法空白问题。本报告团队成员在以投资人角度参与的众多房地产共益债投融资项目中遇到了许多问题和困惑，并且尝试对其进行分析和研究，努力向房地产行业 and 律界传递我们的实务观点，部分问题由于存在搜集到的实务案例数量有限、房企共益债融资的公开信息较少等情况，还需要作进一步的探讨。我们也虚心吸取律师同仁和相关领域人士的各种观点和意见，我们团队将继续深耕于房企共益债的实务探索和法律研究。

房地产共益债研究课题组成员介绍

刘丹 (Linda Liu)



北京大学 法学学士 康奈尔大学 法学硕士
合伙人

liudan@weihenglaw.com

业务领域：破产重整与清算、不良资产处置、争议解决



韩笑天 (Xiaotian Han)



北京大学 法律硕士
高级合伙人

hanxiaotian@weihenglaw.com

业务领域：争议解决、资产重组、建设工程、房地产企业
开发与并购



陈思思 (Sisi Chen)



复旦大学 法学学士
北京市炜衡律师事务所



王瑞霞 (Ruixia Wang)



河北经贸大学 法律硕士
北京市炜衡律师事务所



感谢实习生聂田慧、王倩为本文章撰写所作出的贡献。

本文章仅为交流讨论目的，不代表北京市炜衡律师事务所出具的任何法律意见。任何依据本文的全部或部分内容而作出的判断或决定（无论作为或不作为）以及因此造成的法律后果，北京市炜衡律师事务所不承担任何责任。如果您需要相关法律意见或法律服务，欢迎与北京市炜衡律师事务所相关律师联系。

北京市炜衡律师事务所

地址：北京市海淀区北四环西路 66 号中国技术交易

大厦 A 座 16 层

邮政编码：100080

联系电话：8610-62684688 4006800168

邮箱：weiheng@weihenglaw.com

网址：<http://www.weihenglaw.com/>

